

**JURIDISKA INSTITUTIONEN**  
vid Uppsala Universitet

. 343.04- SWE

---

Denna digitala version av verket är nedladdad från [juridikbok.se](http://juridikbok.se).

Den licens som tillämpas för de verk som finns på juridikbok.se är **Creative Commons CC BY-NC 4.0**. Licensvillkoren måste följas i sin helhet och dessa finner du här <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/legalcode.sv>

Sammanfattningsvis innebär licensen följande:

Tillstånd för användaren att:

- Kopiera och vidare distribuera materialet oavsett medium eller format
- Bearbeta och bygga vidare på materialet

Villkoren för tillståndet är:

- Att användaren ger ett korrekt erkännande, anger en hyperlänk till licensen och anger om bearbetningar är gjorda av verket. Detta ska göras enligt god sed.
- Att användaren inte använder materialet för kommersiella ändamål.
- Att användaren inte tillämpar rättsliga begränsningar eller teknik som begränsar andras rätt att göra något som licensen tillåter.

Se även information på

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.sv>



## **Bolagsbeskattning och kapitalkostnader**



Industriens Utredningsinstitut

# **Bolagsbeskattning och kapitalkostnader**

**Leif Mutén**

With a summary in English:  
The corporation income tax and the  
cost of capital

Almqvist & Wiksell, Stockholm



# Innehåll

## FÖRORD 11

## KAPITEL 1. SYNPUNKTER PÅ BOLAGSBESKATTNINGENS EKONOMISKA ÄNDAMÅL 13

### *Inledning 13*

### *Bolagsbeskattningens statsfinansiella vikt 18*

### *Bolagsbeskattning och kapitalförsörjning 20*

#### Bolagsbeskattningens neutralitet 20

#### Hindrar skatten tillgodoseendet av företagens kapitalbehov? 21

#### Höjer nettovinstbeskattningen priset på kapital? 23

### *Undersökningens problem 26*

## KAPITEL 2. NÅGRA OLIKA TYPER AV BOLAGSBESKATTNING 28

### *Normer för bolagsbeskattningen 28*

### *Det svenska systemet för bolagsvinsternas beskattning 31*

#### Skattesubjekt och beskattningsform 31

#### Dubbelbeskattningen i historiskt perspektiv 32

#### Lundin-transaktionerna 35

#### Aktievinstskatt och kringgående 38

### *Några alternativa principlösningar 40*

#### Olika sätt att genomföra dubbelbeskattningen 40

#### Olika sätt att undvika dubbelbeskattningen 43

#### Normer för beräkning av dubbelbeskattningens verkningar 50

#### 

## KAPITEL 3. KAPITALVINSTBESKATTNINGEN BETRÄFFANDE AKTIER 55

### *Gällande svensk rätt 55*

### *Något om lagstiftningens motiv 57*

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| <i>Samordningen mellan aktievinstskatt och bolagsskatt</i> | 61 |
| Aktievinsternas ursprung                                   | 61 |
| Skälen för och emot skatt på olika typer av aktievinster   | 64 |
| <i>Om bolags aktievinster</i>                              | 69 |
| Aktievinstskatt och kedjebeskattningsregler                | 69 |
| Utskiftningsskatt, utdelningsskatt, aktievinstskatt        | 73 |
| Inkomst eller kapitalvinst                                 | 77 |
| <i>En slutkommentar</i>                                    | 79 |

|            |                                                                           |     |
|------------|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| KAPITEL 4. | MARGINALKOSTNADSKURVAN FÖR BOLAGENS KAPITALANSKAFFNING                    | 80  |
|            | <i>Kapitalanskaffningskostnaden i investeringskalkylen</i>                | 80  |
|            | <i>Risikfaktorns behandling</i>                                           | 83  |
|            | <i>Kostnadskurvans utseende</i>                                           | 87  |
|            | Trappstegskurvans premisser                                               | 87  |
|            | Kort om Modigliani–Millers argument                                       | 90  |
|            | Nyemissionernas behandling                                                | 92  |
|            | Avslutande reservationer                                                  | 98  |
|            | <i>Skatterna och kapitalkostnadskurvan</i>                                | 99  |
|            | Några metodproblem                                                        | 99  |
|            | Särskilt om investeringsfonder och pensionsavsättningar                   | 102 |
|            | Exkurs om pensionsavsättningars lönsamhet                                 | 104 |
| KAPITEL 5. | DEN DIFFERENTIERADE BOLAGSSKATTEN OCH UTDELNINGSPOLITIKEN                 | 107 |
|            | <i>Inledning</i>                                                          | 107 |
|            | <i>Den grundläggande modellen</i>                                         | 108 |
|            | Värdet av en marginell vinstkrona                                         | 109 |
|            | Tänkbara samband i modellen                                               | 111 |
|            | Värdet av bolagets aktier med hänsyn till nedplöjd vinst                  | 112 |
|            | Förräntningsanspråket                                                     | 114 |
|            | Förytterliga aktier                                                       | 117 |
|            | <i>Modellens användning för studium av skatteförändringars verkningar</i> | 120 |
|            | <i>Modellens marginalfall</i>                                             | 122 |
|            | <i>Alternativa skatteprogramms verkningar på utdelningspolitiken</i>      | 123 |
| KAPITEL 6. | ALTERNATIVA SKATTEPROGRAMMS VERKNINGAR PÅ UTDELNINGSPOLITIKEN             | 127 |
|            | <i>Marginalfallen och skatteprogrammen</i>                                | 127 |

|                             |     |
|-----------------------------|-----|
| <i>Oförytterliga aktier</i> | 127 |
| Marginalfall III            | 127 |
| Marginalfall II             | 130 |
| Marginalfall IV             | 134 |
| Marginalfall VI             | 134 |

*Alternativa skattereformers inverkan på lönsamheten av aktieinvestering* 137

*Förytterliga aktier* 141

*Marginalfallen, när aktier är förytterliga* 143

    Problemet 143

    Marginalfall II 144

    Marginalfall III. Allmänt 146

    Marginalfall III. Aktier marknadsvärderas till det standardiserade avkastningsvärdet 151

    Marginalfall III. Aktier marknadsvärderas under det standardiserade avkastningsvärdet 153

    Marginalfall III. Sammanfattande slutsatser 156

    Marginalfall IV 161

    Marginalfall VI 163

*Några avslutande reservationer* 166

## KAPITEL 7. SKATTEDIFFERENTIERING PÅ AKTIEÄGARSIDAN 171

*Metodens innebörd* 171

*Metodens betydelse för utdelningspolitiken* 175

*Metodens internationella komplikationer* 178

## KAPITEL 8. SKATTEDIFFERENTIERINGEN OCH SKATTEKREDITEN 181

*Problemet* 181

*Skattekreditens värde vid enhetlig bolagsskatt* 185

    Olika typer av skattekredit 185

    Skattekreditens värde 186

*Frågan om kreditfinansieringens behandling* 190

*Skattekreditens värdering vid differentierad bolagsskatt* 195

    Några metodfrågor 195

    Det uppoffrade beloppet 196

    Investeringen 197

    Investeringens värde 199

    Återanskaffningsfall 204

## KAPITEL 9. SAMMANFATTNING OCH AVSLUTNING 209

|                                                                                                                    |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| APPENDIX 1. BERÄKNING OCH ANALYS AV KAPITALVÄRDENA AV UTDELNING<br>EFTER SKATT FÖR TVÅ ALTERNATIV I ETT AKTIEBOLAG | 219 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|

|                                                  |     |
|--------------------------------------------------|-----|
| APPENDIX 2. FRÅGAN OM AKTIEÄGARNAS MARGINALSKATT | 228 |
|--------------------------------------------------|-----|

|         |     |
|---------|-----|
| SUMMARY | 236 |
|---------|-----|

|            |     |
|------------|-----|
| LITTERATUR | 243 |
|------------|-----|

## FÖRTECKNING ÖVER DIAGRAM

1. Skattebelastningen vid olika typer av bolags- och utdelningsskatt 51
2. Marginalkostnadskurvan för kapitalanskaffning 87
3. Värdet på  $t$ , som maximerar  $C_0$  190

## FÖRTECKNING ÖVER TABELLER

1. Bolagsskatt för svenska aktiebolag i procent av den totala inkomstskatten  
1955–66 18
2. Värdet på  $t$ , som maximerar  $C_0$  189

## SYMBOLER

- $b$  officiell bolagsskattesats för vinstdel, som behålls inom bolaget (s. 108)  
 $\bar{b}$  effektiv bolagsskattesats för vinstdel, som behålls inom bolaget (s. 181)  
 $i$  inkomstskattesats för aktieägare (s. 108)  
 $K$  insatt kapital i aktiebolag (s. 113)  
 $n$  det antal år ett bolag väntar innan det börjar dela ut (s. 113 f)  
 $p$  avkastningen på nyplacerat bolagskapital före skatt (s. 109)

- r* aktieägarnas kalkylränta före skatt (s. 109)
- u* officiell bolagsskattesats för vinstdel, som disponeras för utdelning (s. 108)
- u* effektiv bolagsskattesats för vinstdel, som disponeras för utdelning (s. 181)
- V* aktievärde, utdelande bolag (s. 113)
- W* aktievärde, ackumulerande bolag (s. 114)

## FÖRKORTNINGAR

- ABL** Aktiebolagslagen (1944)
- BevU** Bevillningsutskottet (s betänkande)
- InvF** Investeringsfondsförordningen (1955)
- IRC** Internal Revenue Code (USA)
- KL** Kommunalskattelagen (1928)
- RN** Riksskattenämnden(s Meddelanden)
- RÅ** Regeringsrättens Årsbok



# Förord

Beskattningen av aktiebolag och aktieägare är ett tema, som sysselsatt nationalekonomer och skattejurister i många länder under lång tid utan att fördenskull någon allmän likformighet i åsikterna kunnat förmärkas. Uppfattningarna om vad skatterättvisan kräver i detta sammanhang skiljer sig sålunda ofta markant åt. Härtill kommer att bolagsbeskattningen är en strategisk faktor när det gäller att använda beskattningen som ett instrument för ekonomisk politik. Det är naturligt att både mål och metoder härvid utvecklats olika i skilda länder och under skilda utvecklingsperioder.

Föreliggande undersökning ger en presentation av olika former för bolagsbeskattningen. Dess teoretiska huvudavsnitt koncentreras kring spörsmål rörande beskattningens verkan på bolagens kapitalkostnader. Härvid beaktas speciellt verkningarna av en sådan differentiering av bolagsskatten till den utdelade vinstens förmån, som genomförts i åtskilliga länder, och som varit ett aktuellt alternativ i den svenska diskussionen. Analysen sker med särskilt beaktande av samspelet mellan skattelagstiftning och utdelningspolitik.

Boken är författad av professor Leif Mutén. Kapitel 8 har i samråd med författaren förkortats och bearbetats av pol.mag. Jan Bröms. Fil. dr Carl Philipson har utarbetat appendix 1 och givit värdefulla råd vid utformningen främst av kapitel 5 och 6. Bland de många som hjälpt till med synpunkter och kritik, bör med särskild tacksamhet nämnas professor Sven-Erik Johansson, samt docent Dag Helmers, jur.lic. Sven-Olof Lodin och advokat Claes Sandels.

Stockholm i december 1968

Lars Nabseth



# Synpunkter på bolagsbeskattningens ekonomiska ändamål

## INLEDNING

När regeringen i en av de västliga demokratierna — dock inte Sverige — tillsatt en stor kommission för att utreda hela skattesystemet, sägs kommissionen ha inlett sitt arbete med att be några representanter för landets högsta skatteexpertis att göra en promemoria om beskattningens ändamål. Det blev en lång och prydlig skrift, som innehöll rader med olika syften: konjunkturpolitiska, tillväxtpolitiska, socialpolitiska, befolkningspolitiska osv. Just när skriften skulle ges in slog emellertid en av experterna larm. Han hade kommit på ytterligare ett syfte med beskattningen, som inte kommit med på listan. Det var syftet att skaffa det offentliga pengar till sina utgifter.

I själva verket kunde man nu förbättra historien, t. ex. med att säga, att alla de andra experterna förklarade detta syfte med beskattningen föråldrat eller åtminstone överflödigt. Det låter sig sägas, att det statsfinansiella syfte, som i många lagstiftares och politikers mun framställs som det enda legitima ändamålet med beskattningen, ryms inom beskattningens allmänna stabiliseringspolitiska syfte. Om det allmänna ger upphov till en viss efterfrågan på marknaden, kan kompenserande kontraktiva åtgärder, t. ex. genom beskattning, vara nödvändiga. Är dessa av stabiliseringshänsyn inte nödvändiga, eller är de inte nödvändiga helt upp till den nivå, som motsvarar de offentliga utgifterna, är det inte önskvärt att för formella budgetbalanseringsreglers skull lägga ett rent finansiellt mål över det stabiliseringspolitiska.

En analys av beskattningens ändamål kan företas historiskt, som en undersökning av på vilket sätt vi kommit fram till det rådande skattesystemet. Vill man däremot diskutera tänkbara reformer, är det kanske av mindre intresse att söka utreda vilka ändamålssynpunkter som kan läggas på skattesystemet som helhet. Intresset måste ändå koncentreras på de ändringar, som är praktiskt tänkbara. Det går ju inte att helt avskaffa skattesystemet. De förändringar, som är tillgängliga för praktiska åtgärder, är ofta marginella, eller också har de karaktären av ett utbyte av en skatt mot en annan.

Också i fråga om möjligheterna att analysera skatternas verkningar måste vi i allmänhet räkna med en likartad begränsning. Vad vi kommer åt med gängse analysmetoder är på sin höjd effekterna av marginella förändringar eller i bästa fall verkningarna av att en skatt byts mot en annan. Skulle vi teoretiskt söka analysera hur vår samhällsekonomi skulle se ut om skatterna avskaffades, skulle vi knappast få några meningsfulla resultat. Detta gäller både skattesystemet som helhet och den stora del av systemet, som den statliga och kommunala inkomstskatten representerar.

En begränsning av synfältet till marginella förändringar eller utbytet av en skatt mot en annan gör det också något lättare att få grepp om incidensproblemet. Det ligger kanske en väsentlig sanning redan i den incidensteori, skatteeffusionsteori, som vill se skattebördan spridd över samhällets medlemmar efter ekonomiska lagar, föga påverkade av på vilket sätt den formellt råkar påläggas. Det är för övrigt alldeles påtagligt så, att skatteincidensproblemet, utan hopkoppling med verkningarna av motsvarande offentliga utgifter, är tillgängligt för meningsfulla undersökningar endast inom ramen för marginella förändringar eller sådana substitutionsåtgärder på skattesidan, som i huvudsak lämnar de offentliga utgifterna oberörda.

Mot detta synsätt kan å andra sidan ställas den invändningen, att betraktandet enbart av marginella förändringar, utan en överblick över det totala systemet, ger ett konservativt drag åt resonemanget. Framför allt träder detta i dagen, om man på det sätt, som blivit regel i den praktiska skattepolitiken, bedömer en skattereforms verkningar på grundval av vilken förändring den medför i skattebördan för den ena eller den andra gruppen. Ett en gång infört, kanske helt orimligt system, kommer med denna bedömningsgrund att bli svårföränderligt av det enkla skälet, att varje övergång till ett mera förnuftigt system medför sådana förändringar i skattebördan för berörda grupper, vilka tagna för sig, kan synas orimliga. Det bör emellertid vara möjligt att särskilja denna ofta vilseledande typ av framställning av en förändrings innebörd från det marginella resonemang, varom tidigare har talats. Den slutliga effekten av en förändring behöver inte vara lika irrationell som fördelningen av de direkta skatteförändringarna för olika kategorier.

När det gäller beskattningen av aktiebolagen och aktieägarna, är det ovan sagda inte omedelbart vägledande för resonemanget. Man kan visserligen uttrycka förhållandet så, att även för bolagsskattens del, liksom beträffande inkomstskatten på utdelning, marknadsanpassningen till det rådande läget gör att varje förändring kan medföra egendomliga verkningar. Bolagsskatten brukar t. ex. ofta framhållas som ett exempel på kapitaliseringen av en skatt, dvs. att skattens kapitaliserade värde reducerat aktiekurserna. Dess avlyftande kan som följd därav medföra en obehörig vinst för den generation av ägare, som just råkar vara i besittning av aktier vid tidpunkten för reformen, en skärpning å andra sidan en oförskyld belastning av samma grupp. Samma skatt brukar också mer än flertalet andra skatter väcka diskussion i frågan om incidensen. Vem som egentligen betalar bolagsskatten är tillräckligt oklart för

att göra alla rättvisesynpunkter och fördelningspolitiska synpunkter på skatten åtminstone diskutabla.

Men mot dessa synpunkter kan framhållas, att bolagsskatten åtminstone såtillvida är ägnad för ett mera djupgående reformresonemang, som dess beloppsmässiga andel av statens och kommunernas budgetomslutning är tillräckligt liten för att tillåta en mycket radikal omläggning utan att de budgetmässiga konsekvenserna alltför mycket skymmer bilden av skattereformens specifika verkningar. Det tycks därför möjligt att inom ramen för ett praktiskt reformresonemang dra in mera generella synpunkter på skattens syften och dess ändamålsenlighet än vad som vore rimligt i fråga om en mera betydande skatt, som t. ex. inkomstskatten på fysiska personer.

Naturligtvis kan man inte helt bortse från skattens statsfinansiella betydelse. Det är tvärtom inte ovanligt att i framställningar av bolagsbeskattningens principer se ett cyniskt konstaterande, som går ut på att alla logiska skäl för vidmakthållandet av en dubbel beskattning av aktiebolagens utdelade vinst egentligen bara är efterrationaliseringar. Det konkreta argumentet för att beskatta både aktiebolagen och aktieägarna är enligt dessa framställningar, att bolagsskatten ger pengar utan att särskilt många av de röstberättigade känner sig berörda därav. I den mån man känner sig behöva ersätta det skattebortfall en eventuell reform av ena eller andra slaget skulle innebära med en beskattning av annat slag, vore det svårt att finna en skattereform med lika obetydlig verkan, vad skattebetalarnas ovilja beträffar.

I denna undersökning kommer inte att finnas plats för några praktiskt politiska eller psykologiserande resonemang av denna art. Däremot kan det vara rimligt att försöka utreda, huruvida beskattningen av bolagen och deras aktieägare är så anordnad, eller kan så anordnas, att den drabbar ägarna efter skatteförmåga. Vad därmed skall förstås, är självfallet inte något enkelt spörsmål. Det ligger nära till hands att anknyta till den uppfattning av skatteförmågan och inkomsten som en mätare därav, som kommer till uttryck i inkomstskattelagstiftningen i övrigt. Framför allt är det nödvändigt att göra klart för sig, huruvida man vill betrakta aktiebolagen som bärare av en självständig skatteförmåga, eller om man finner det riktigare att se aktiebolagen enbart som instrument för den ekonomiska verksamhet de bedriver för aktieägarnas räkning.

Det är frestande att helt bortse från detta samband mellan bolag och aktieägare. Den teoretiskt tilltalande lösningen att på samma sätt som nu sker med handelsbolagen låta aktieägarna årligen skatta för sin andel av aktiebolagens vinst måste nämligen av praktiska skäl betraktas som ogenomförbar. Praktiska betänkligheter möter det också att försöka rätta bolagens beskattning efter aktieägarnas individuella förhållanden. En skattefrihet för aktiebolagens vinster fram till den tidpunkt, då de i utdelningens eller utskiftningens form kommer aktieägarna till godo, kan knappast betraktas som godtagbar inom ramen för ett skattesystem, där sparad inkomst i princip beskattas på samma sätt som konsumerad. Med dessa exempel har naturligtvis inte

visats, att en beskattning av aktiebolagens vinster enbart på grundval av aktieägarnas skatteförmåga skulle vara helt omöjlig. Men uppgiften ser inte lätt ut.

Det är därför inte att undra på att man på många håll varit benägen att i stället närma sig bolagsskatteproblemet liksom överhuvudtaget frågan om företagsbeskattning från ett annat håll. En metod har därvid varit att söka sig fram till *en enhetlig beskattning av alla företag*. Man vill skilja, skattemässigt, mellan företagen och deras ägare, oavsett vilken juridisk form företagen har. Med en enhetlig företagsskatt vill man åstadkomma en sådan likformighet i beskattningen av företag i olika former, att beskattningen inte framstår som speciellt gynnsam för det ena eller det andra företaget och därför påverkar valet av företagsform.

I det sammanhanget blir det anledning att speciellt granska valet av den norm, efter vilken en sådan enhetlig företagsskatt bör påläggas. Låter man skatten drabba företaget som sådant snarare än de människor, som har del i dess vinst, kan det, oavsett hur inkomstbeskattningen i övrigt är anordnad, vara ett diskussionstema, huruvida det är förnuftigt att låta just vinsten vara den avgörande faktorn för beskattningens relativa tyngd på olika företag. En annan tänkbar norm vore en beskattning efter *intresseprincipen*, dvs. en skatt, konstruerad för att drabba varje företag efter den nytta företaget som sådant har av den offentliga verksamheten. Härvid uppstår problemet att finna en lämplig norm för att bestämma nyttan. Möjliga mått kan vara kostnaderna, lönesumman, bruttovinsten inklusive ränta på långfristigt främmande kapital, bruttointäkterna etc. eller en eller flera av dessa faktorer i kombination. De vanligaste argumenten för en sådan lösning är kanske, att vinstbeskattningen gynnar de vinstlösa företagen (bland vilka man presumeras återfinna de sämst skötta), och att den ger ett incitament till oekonomisk skötsel genom att kostnader är avdragsgilla.

Vill man formulera en annan nyttoprincip, kan man söka gradera företagen efter deras grad av samhällsnytta och modifiera beskattningen i den riktningen. Det är inte något konventionellt tillvägagångssätt. Men det finns element både i vårt och många andra länders skattesystem, som tyder på att lagstiftaren haft resursallokeringen i åtanke, när han utformat beskattningsreglerna. All »incentive»-beskattning hör hemma under denna rubrik, antingen det gäller att gynna vissa företag därför att de är små, nystartade e. d., därför att de ägnar sig åt viss produktion, valt viss lokalisering etc., eller därför att de visar beredskap att uppfylla samhällsorganens intentioner i fråga om t. ex. investeringsaktivitet i nedgångsperioder, beredande av anställning åt svårplacerad arbetskraft eller vad det eljest kan röra sig om. Ett ytterligare steg i denna riktning skulle exempelvis ett skattestöd till exportindustrin innebära. Men ett skattesystem, helt baserat på företagens grad av samhällsnytta, vore sannolikt svårt att konstruera i ett samhälle av västerländsk typ.

Den omfattande diskussion, som förts i Sverige beträffande övergången till vad man kallat »bruttobeskattning av företagen», skall inte refereras här. Ett huvudresultat av denna diskussion synes ha blivit att det eller de slags beskatt-

ning, som dessa förslag avser, i väsentliga delar skulle motsvara en konventionell, indirekt beskattning. Rubricerandet och utformandet av denna som en skatt på företagen som sådana skulle i realiteten medföra snedvridningar. Den skatt man skulle komma fram till, om man ville undvika sådana, vore en eller annan form av mervärdeskatt. Endast om man är redo att acceptera, att GATT-reglerna för indirekta skatter om avlyftande vid export och kompenserande avgifter vid import förblir outnyttjade i avseende på bruttoskatten, kan denna alls sägas vara en generell belastning på företagen som sådana. Och konstruktionen av skatten i övrigt måste, om man vill hindra snedvridande verkningar, i princip bli sådan, att skatten i likhet med mervärdeskatten görs icke-kumulativ, och vidare, likaså i överensstämmelse med principerna för en mervärdeskatt, att skatten drabbar alla företag, oavsett deras juridiska form.

Naturligtvis skall man inte glömma bort, att det finns många forskare, som vill betrakta också nettovinstskatten på aktiebolagens vinster som en typ av »indirekt skatt på aktiebolagsprodukter». Den neoklassiska incidensteorins skarpa åtskillnad mellan indirekta skatter, som övervältras, och direkta, som inte övervältras, har sedan länge satts i tvivelsmål. Numera kan man väl knappast undgå intrycket av att skillnaden mellan dessa båda typer av skatt i allmänhet betraktas som en gradskillnad snarare än en artskillnad. Därifrån är emellertid steget långt till ett fullständigt likställande av dessa skatter från teoretisk synpunkt. Framför allt i en öppen ekonomi som den svenska får man sannolikt räkna med att möjligheterna till kortsiktig övervältring av den direkta aktiebolagsskatten är mycket begränsade i förhållande till de övervältlingsmöjligheter, som en allmän indirekt beskattning normalt erbjuder.<sup>1</sup>

Det är därför knappast möjligt att sammanfatta bruttoskatteförslagen på det enkla sättet, att en i realiteten indirekt skatt, nämligen bolagsskatten, skulle utbytas mot en annan indirekt skatt, nämligen bruttoskatten. Snarare får man kanske ur osäkerheten om de faktiska incidensförhållandena nöja sig med att dra slutsatsen, att lagstiftaren just på grund av denna ovisshet kan välja en smula friare mellan olika alternativ än vad fallet varit om incidensförhållandena varit helt klara. Därutöver kan det finnas skäl att eftersträva en sådan gestaltning av bolagsbeskattningen, som i möjligaste mån gör kapitalkostnaden likartad för olika typer av företag och olika typer av finansiering. Det är nämligen just bolagsvinstskattens fördyrande inverkan på kostnaden för eget kapital, som enligt Myrdals och många senare forskares uppfattning åtminstone vid långsiktig bedömning ger den en sådan *kostnadskaraktär*, som kan antas medföra en övervältring av skatten (Myrdal [1934], s. 36).

Vi kan summera det hittills sagda på följande sätt:

Skatten på aktiebolagen och deras delägare har ansetts böra vara så konstruerad,

att den ger staten och kommunerna inkomster i önskvärd omfattning;

---

<sup>1</sup> Krzyzaniak och Musgraves [1963] djärva teser om full övervältring eller mer än så har ingalunda allmänt accepterats. Se för en god diskussion och aktuell bibliografi t. ex. Gordon [1967].

att den i rimlig mån gör rättvisa åt önskemålet att likformigt träffa företagens ägare, och därvid framför allt under iakttagande av största möjliga neutralitet i fråga om val av företagsform;

att den i den mån avvikelser inte av andra skäl anses önskvärda är neutral i konkurrenshänseende mellan olika företag; samt

att den i de fall och i de hänseenden så anses lämpligt och behövt fungerar som ett hanterligt och effektivt konjunktur-, lokaliserings-, struktur- och allmänt näringspolitiskt instrument; men

att den, i den mån effekter i dessa hänseenden inte eftersträvas, så litet som möjligt påverkar företagens och deras aktieägars beteende.

## BOLAGSBESKATTNINGENS STATSFINANSIELLA VIKT

I föregående avsnitt framhölls, att bolagsskattens andel av statens och kommunernas budgetomslutning är relativt liten. Siffermässigt kan det konstateras, att bolagsskatten för statens del, vars relativa betydelse under en följd av år varit på nedåtgående, år 1966 inte motsvarade mer än 13 % av den totala inkomstskatten och därmed knappt 8 % av inkomsterna på driftbudgeten. (Se tabell 1.) För kommunernas del är bolagsandelen av den totala kommunalskatteuppbörden lägre, ca 8 %, eftersom bolagsskatten till kommun utgår efter samma utdebiteringssats som kommunalskatten på fysiska personer, medan den statliga bolagsskatten är högre än den genomsnittliga statsskatten på fysiska personer. Då inkomstskatten spelar en relativt sett långt större roll för de kommunala finanserna, kommer likväl i jämförelse med de totala kommunala inkomsterna bolagsskatteandelen att bli ungefär densamma som motsvarande andel på den statliga sidan.

Tabell 1. *Bolagsskatt för svenska aktiebolag i procent av den totala inkomstskatten 1955-66*

| År   | Statlig skatt | Kommunalskatt |
|------|---------------|---------------|
| 1955 | 27            | 10            |
| 56   | 26            | 11            |
| 57   | 24            | 9             |
| 58   | 26            | 9             |
| 59   | 23            | 10            |
| 60   | 21            | 9             |
| 61   | 18            | 9             |
| 62   | 17            | 9             |
| 63   | 16            | 8             |
| 64   | 16            | 8             |
| 65   | 15            | 8             |
| 66   | 13            | 8             |

*Källa: SOS, Skattetaxeringar samt fördelningen av inkomst och förmögenhet.*

I varje fall bekräftas intrycket att bolagsskatten statsfinansiellt inte har den tyngd, att man av budgetskal skulle nödgas inskränka ett reformresonemang till enbart marginella förskjutningar.

Men självfallet kan de redovisade siffrorna ge upphov till konklusioner i annan riktning. En sådan är t. ex. det i början av allmänna skatteberedningens arbete stundom hörda påståendet, att skatterättvisan skulle kräva en oförändrad bolagsandel av den totala skattebördan — ett påstående, som lagts till grund för äskanden om höjd bolagsskatt, men vars logik knappast framstår som oomtvistlig. Det kan t. ex. knappast vara ett skäl för bolagsskattehöjningar, att bolagsvinsterna går ner på grund av att lönehöjningar slukar bolagsvinsterna. Och det kan åtminstone allvarligt ifrågasättas, om en motsvarande vinstnedgång föranledd av pristryckande utlandskonkurrens bäst möts med skattehöjningar, avsedda att återställa den förlorade bolagsskatteandelen. Om bolagsskattehöjningar på sådana grunder skulle genomföras, och resultatet bleve, att bolagsformen av skatteskäl komme att framstå som så olönsam att företagen i stor utsträckning sökte sig över i andra företagsformer — ett, det må erkännas, i fråga om de större bolagen teoretiskt fall — skulle den som följd därav sänkta bolagsskatteandelen knappast kunna kompenseras genom bolagsskattehöjningar utan att göra det onda värre.

En särskilt intressant slutsats, som lagstiftarna i många länder åtminstone implicit synes ha dragit av bolagsskatteandelens relativt obetydliga vikt i budgetsammanhang, är att bolagsskatten särskilt väl lämpar sig för att tillgodose andra syften med beskattningen än de rent statsfinansiella. Sätter man på traditionellt vis täckningen av de offentliga utgifterna som beskattningens huvudmål, är det vanskligt att med denna inställning förena ett djärvt manövrerande med de statsfinansiellt tyngst vägande skatterna. Kan däremot bolagsskatten betraktas som en liten skatt, samtidigt som bolagen genom sitt agerande framstår som en strategisk sektor i samhällsekonomin, är det en näraliggande tanke att manövrera bolagsskatten med en rörlighet, som kanske reducerar bolagsskatteuppbörden men bättre tillgodoser ekonomiska mål sammanhängande med ekonomisk tillväxt eller stabilitet.

Det kan emellertid knappast accepteras, att bolagsskatten ses helt isolerad från systemet i övrigt. Även om skatten är en statsfinansiellt obetydlig pålaga, är den — eller borde den vara — integrerad i inkomstskattesystemet på ett sådant sätt, att alltför våldsamma ingrepp på bolagsskattesidan kan medföra riskabla konsekvenser för inkomstskattesystemet som helhet. Skatteprivilegier, även om de ges åt en ganska obetydlig grupp, har tendens att sprida sig eller åtminstone att rubba tilltron till lagstiftarnas ambitioner att sörja för en rättvis beskattning.

Att bolagsskatten är att betrakta som en liten skatt, statsfinansiellt sett, är därför av mindre betydelse ju mer man vill se skatten i organiskt sammanhang med inkomstskatten på övriga skattskyldiga. I det följande skall vi ha tillfälle att återkomma till båda dessa aspekter på frågan om bolagsskattens flexibilitet.

## BOLAGSBESKATTNING OCH KAPITALFÖRSÖRJNING

### *Bolagsbeskattningens neutralitet*

Om vi väljer att gå ut från Myrdals [1934], s. 36, argument för att bolagsskatten övervältras, är det en central fråga, på vilket sätt bolagsbeskattningen kan tänkas påverka priset på kapital för ett bolag. Förhåller det sig så som Myrdal gör gällande, att bolagsbeskattningen i traditionell form, alltså en beskattning både av bolagen för hela deras vinst och av aktieägarna för mottagen utdelning, fördyrar kapitalanskaffningen för bolagsföretagande i jämförelse med annat företagande, är det svårt att avvisa hans konklusion, att denna beskattning kan leda till en relativ minskning av aktiviteten inom bolagssektorn och därigenom en relativ höjning av priserna på »aktiebolagsprodukter».

Naturligtvis är det nödvändigt att förse detta resonemang med diverse reservationer, framför allt beträffande frågan om det verkligen finns så många typiska »aktiebolagsprodukter», vilka i praktiken inte låter sig produceras av företag i annan form än aktiebolagets.

Men långt viktigare än denna reservation är frågan, hur långt premissen håller, med andra ord i vilken utsträckning aktiebolagens beskattning faktiskt fungerar som en kapitalfördyrande kostnad. På den punkten finns det skäl till en mycket grundlig granskning av argumentet. Det man i dagligt tal brukar kalla aktiebolagsvinstens dubbelbeskattning visar sig vid närmare betraktande ingalunda utgöra en så entydig faktor i kalkylen för bolagsföretagande, att man kan tala om en konsekvent och enhetlig belastning speciellt av aktiebolagen. När vi i det följande skall gå in på frågan hur aktiebolagsskatten påverkar bolagens kostnader för kapital, är avsikten därmed inte endast att belysa vilka verkningar skatten kan tänkas ha på kapitalets allokering, utan också hållbarheten av de argument, som bygger på teorin om bolagsbeskattningen som en dubbelbelastning av aktiebolagens vinster.

Det kan också läggas andra aspekter än de rent kostnadsmässiga på relationerna mellan skattesystemets konstruktion och tillgodoseendet av företagens kapitalbehov. Om man exempelvis gestaltar bolagsbeskattningen så, att självfinansieringen främjas, kan motivet härför vara, att man inte räknar med att på annat sätt kunna tillgodose det kapitalbehov för alla eller vissa typer av investeringar, som man finner föreligga för aktiebolagens del. Härvid underförstås naturligtvis att behovet står i relation till något godtagat ekonomiskt mål, avseende t. ex. den samhällsekonomiska tillväxten och fördelningen av resurserna mellan investeringar och konsumtion.

Fortfarande under antagande av att en viss målsättning i frågan om omfattningen och fördelningen av bolagens investeringsverksamhet spelar in, kan man också se det som ett mål för skattelagstiftaren att möjliggöra anskaffning av nytt riskkapital till aktiebolagen på rimliga skattevillkor. Motivet härför kan vara, att man fruktar att bolagen eljest kommer att lida brist på för uppfyllandet av tillväxtmålen behövligt kapital. En annan grund för samma slags åtgärder kan vara, att man finner det oriktigt, att skattelagstiftningen främ-

jar självfinansiering och lånefinansiering, samtidigt som en skattemässig diskriminering av finansiering med nytt riskkapital via aktiemarknaden rubbar effektiviteten hos »the test of the market» som sållningsinstrument för företagens investeringsplaner. På denna punkt kan det alltså hända, att åtgärder, anpassade för att generellt sett tillgodose företagens kapitalbehov, betraktas som adekvata också i relation till en annan typ av mål för skattepolitiken, nämligen i avseende på fördelningen av det tillgängliga kapitalet mellan olika bolag och olika investeringsprojekt.

Vill man generalisera en vanlig norm i detta hänseende, skulle den kunna uttryckas så, att skatten, även om den kunde användas som instrument för upprätthållandet av en viss investeringskvot inom företagssektorn, likväl borde vara neutral i avseende på valet mellan olika produktionsfaktorer. Förutsättningen för att en värdering av detta slag alls skulle vara meningsfull är att en av skatten opåverkad, i någon mening »riktig» prisrelation mellan olika produktionsfaktorer kan konstrueras. Detta framstår som ett orealistiskt krav redan av det skälet, att olika produktionsfaktorer erbjuder sinsemellan olika artade övervälringsförhållanden. Härtill kommer, att förhållandet mellan priset på kapital och priset på arbete knappast kan lämnas opåverkat av en politik, som medvetet inriktas på upprätthållandet av en viss investeringsaktivitet inom företagssektorn.

En mera fruktbar neutralitetsnorm är den, som avser skattens neutralitet vid jämförelse mellan företag med olika juridisk form, olika verksamhetsinriktningar, storlek etc. Även här möter naturligtvis skiljaktigheter i övervälringsförutsättningarna. Men det är i varje fall inte ur vägen att söka klargöra, vilka skillnader som råder mellan olika företagsformers skattemässiga behandling, och skaffa sig en uppfattning om hur pass rationellt motiverade de kan vara.

Som ett speciellt spörsmål av betydelse kan tas upp skattens inverkan på företagens investeringskalkyler. Den frågan kan dock inte begränsas till kapitalanskaffningskostnaderna liksom förekommande kostnader för andra produktionsfaktorer. Den berör också sådana på investeringskalkylerna inverkan- de förhållanden som riskvärdering, riskvillighet, likviditet och likviditetspreferens.

#### *Hindrar skatten tillgodoseendet av företagens kapitalbehov?*

I den politiska debatten hör man ofta argumentet att företagens kapitalanskaffningsmöjligheter hämmas genom beskattningen. Räntabla investeringar måste underlåtas, sägs det, därför att en spar- eller kapitalbildningsfientlig skattelagstiftning försvårat företagens anskaffning av det för investeringar nödvändiga kapitalet.

I varje fall för efterkrigsperiodens del har emellertid det berättigade i en sådan beskrivning av läget bestritts. Dahmén [1960] har t. ex. med sin undersökning av kapitalmarknaden sökt visa, att företagen i vårt land, betraktade som en helhet, under perioden 1945–55 haft en ovanligt hög självfinansierings-

grad. Särskilt stora förändringar i detta hänseende har inte heller utvecklingen under 1955–62 inneburit. (Löwenthal [1966]). Sysselsättningen har med få undantag legat på en sådan nivå under perioden, att en ytterligare utökad investeringsverksamhet inom företagen hade kunnat få reall utrymme — om man bortser från utlandskreditfinansiering — endast på bekostnad antingen av offentlig investering eller konsumtion, privat konsumtion eller bostadsbyggande. Det är en annan fråga, som inte skall tas upp här, huruvida detta för företagen gynnsamma finansieringsläge åstadkommits till priset av inflation.

Den som anser företagssektorn missgynnad genom otillräckliga kapitalanskaffningsmöjligheter anlägger därvid en värdering beträffande de tillgängliga resursernas *fördelning*. Självfallet kan det finnas mer eller mindre goda skäl för en sådan värdering. Man kan exempelvis diskutera om räntabilitetskontrollen vid offentliga investeringar är tillräcklig, och om efterfrågan på bostäder subventionerats upp på för hög nivå. På samma sätt kan man diskutera om hushållens sparkvot varit för låg. I och för sig är det naturligtvis också tillåtligt att på grundval av en redovisad värdering beträffande exempelvis expansionstakten i samhället och ett teoretiskt antagande av vilken investeringskvot, som denna expansionstakt förutsätter, diskutera, huruvida skattesystemet utgör ett hinder eller ett hjälpmedel för uppnående av denna investeringskvot.

I ett sådant sammanhang skulle det kunna göras gällande, att en beskattning, som i princip är ägnad att för företagets del höja priset på kapital, kunde beräknas ha effekten att hålla tillbaka investeringarna, och att en skattelindring eller skatteomfördelning åsyftande att förbilliga priset på kapital skulle få en investeringsstimulerande effekt.

Allt resonerande i detta sammanhang försvåras av bl. a. två faktorer. Den ena är, att många offentliga investeringar är komplementära till investeringar i den privata sektorn på ett sätt, som gör deras isolerade räntabilitet svårbestämbar. Detta kan t. ex. gälla vägar, avlopp, hamnar och isbrytare. Alltsammans är sådana investeringar, som i egenskap av komplement till privata investeringar kan tänkas ha en långt större marginell räntabilitet, mätt i samhällsekonomiska termer, än summan av räntabiliteten av den offentliga investeringen och den privata investeringen sedda var för sig.

Den andra faktorn är den speciella karaktären av många samhällsekonomiska räntabilitetsbedömningar. De external economies, som t. ex. en utbyggnad av utbildningsväsendet för med sig, låter sig svårigen uppskattas i ekonomiska termer. Än större blir vanskligheten i detta hänseende, när man på många håll är beredd att stämpla det som principiellt förkastligt att överhuvudtaget resonera i sådana termer, nämligen av det skälet, att genomförandet av en förbättrad utbildning för alla ses som ett ideellt mål av icke-ekonomisk karaktär.

Vill man skapa samhällsekonomiskt utrymme för investeringar i företagssektorn genom att inskränka konsumtionen, möter man på kort sikt ytterligare svårigheter. Dels kan man endast ofullständigt flytta över produktionsresurserna från konsumtions- till kapitalvarusektorn, dels förutsätter en sådan om-

dirigering också en ändring av marknadsefterfrågan i riktning mot en sänkt efterfrågan på konsumtionsvaror och en höjd efterfrågan på kapitalvaror. I ett långsiktigt resonemang får dessa betänkligheter mindre vikt.

### *Höjer nettovinstbeskattningen priset på kapital?*

Det brukar ofta hävdas, att nettovinstbeskattningen av aktiebolag är en kapitalanvändningsskatt, ägnad att ensidigt höja priset på i aktiebolagen använt kapital. Värdet av detta argument måste naturligtvis bedömas med hänsyn till att beskattningsförhållandena är helt olikartade för eget och främmande kapital. För främmande kapital, som arbetar inom aktiebolagssektorn, kommer någonting annat än en enkelbeskattning av räntan hos borgenären enligt vår rätt aldrig i fråga. Däremot kan det egna kapitalets avkastning bli utsatt för vad man ibland något oegentligt kallar för den utdelade vinstens dubbelbeskattning. Om man vågar anta, att ett aktiebolag inte i praktiken kan arbeta utan en viss andel eget kapital, är det naturligtvis inte alldeles obefogat att — i den mån denna dubbelbeskattning fördyrar det egna kapitalet — diskutera nettovinstbeskattningens fördyrande effekt på kapitalanskaffningen överhuvud. Men mera nära till hands ligger det onekligen att splittra upp problemet i två: dels om och hur nettovinstbeskattningen påverkar priset på *eget* kapital, dels om och hur en sådan fördyring kan påverka sammansättningen av det i bolag använda kapitalet. Det är den senare uppdelningen vi skall försöka göra här.

Om det påstås, att bolagsbeskattningen höjer priset på eget kapital, kan detta påstående grundas på följande två antaganden, nämligen *dels* att avkastningen på ett bolags investerade egna kapital blir belastad av aktiebolagsskatten, *dels* att det förräntningsanspråk netto efter skatt, som aktieplaceringarna upprätthåller, inte sänkts med hänsyn till bolagsskatten, i varje fall inte så mycket, att förräntningsanspråket brutto före skatt är detsamma som det skulle varit före skattens införande eller före den höjning av skatten, som man yttrar sig om.

I anslutning till vad vi förut konstaterat bör det även här erinras om att det är betydligt lättare att tänka sig marginella förändringar i bolagsskattens höjd än att helt tänka bort skatten. Antingen man väljer den ena eller andra metoden måste det emellertid gälla, att bedömningen av bolagsbeskattningens — marginella eller totala — effekt blir avhängig av vad man antar om förändringarna hos aktieägarnas nettoförräntningsanspråk efter skatt som följd av bolagsskattens förändringar.

Det är naturligt att anta, att en skatt, som enhetligt drabbar avkastningen av kapital i vilken som helst användning, i detta hänseende skiljer sig från en skatt, som drabbar endast en viss form av kapitalinvestering. Kan placeringarna exempelvis göra investeringar, vilkas avkastning är skattefri, lär avkastningen vid sådan placering sätta en undre gräns för nettoförräntningsanspråket efter skatt hos beskattade placeringar. På samma sätt kan man, om beskattningen av kapitalets avkastning varierar med olika placeringsformer, anta, att netto-

förräntningen efter skatt i en placeringsform, vars beskattningsvillkor inte försämrats, sätter en nedre gräns för hur mycket nettoförräntningsanspråket kan tänkas gå ned vis-à-vis en placeringsform, som i någon form utsätts för ökad skattebelastning.

Naturligtvis behöver detta inte nödvändigtvis betyda, att vi har ett alldeles fast samband mellan räntabilitetskraven i olika placeringsformer. Skiljaktiga riskvärderingar — subjektiva eller uttryckta i placeringsnormer sådana som de för förmyndarmedel och försäkringsfonder — kan göra sammanhanget ovisst. Avkastningens fördelning mellan direkt förräntning och värdestegring kan, även bortsett från olikheterna i skattemässig behandling, innebära, att värderingen av olika placeringsalternativ inbördes skiljer sig olika placerare emellan. Planeringshorisonten ligger inte lika långt bort för alla placerare, och förväntningarna kan skilja sig åt när det gäller andra än fast förräntade placeringar.

Detta framstår som vägande skäl mot att till utgångspunkt för diskussionen av eventuella diskriminerande verkningar av aktiebolagsbeskattningen ta ett tänkt enhetligt nettoförräntningsanspråk efter skatt, över vilket varje slag av beskattning läggs som fördyrande element.

Men kvar står frågan, vilket förräntningsanspråk man i så fall skall finna normgivande för att belysa diskrimineringsproblemet. *Finns det någon av beskattningen opåverkad marknadsräntenivå brutto före skatt?*

Återigen är det ojämnheterna i vårt skattesystem, som ställer till svårigheter. Vi fann, när vi sökte ett normgivande förräntningsanspråk netto efter skatt, att skattefria placeringsmöjligheter visserligen kunde tänkas sätta ett minimivärde, men att förräntningsanspråkets variationer därutöver måste bli avhängiga av en rad ytterligare faktorer, däribland beskattningen. Om vi nu söker oss fram till en lösning över den motsatta vägen, i det att vi tänker oss ett slags normalförräntningsanspråk brutto före skatt, blir det i princip samma bekymmer, som möter oss.

Vi kan naturligtvis försöka förenkla problemet genom att söka bortse från effekten av att det på marknaden finns placeringsobjekt, vilkas avkastning — sedd totalt inklusive värdestegring — är skattefria. Konst, frimärken och antikviteter kan möjligen innebära från samhällsekonomisk synpunkt mindre önskvärda placeringsalternativ och ha intresse som sådana — många finner det likväl svårt att tänka sig, att avkastningen i form av värdestegring på sådana tillgångar skulle innebära ett konkurrenskraftigt alternativ till avkastningen på mera kommersiellt betonade placeringar. Skattefria statsobligationer förekommer, om man undantar de inkomstskattefria men lotterivinstskattebelastade premieobligationerna, inte alls i Sverige.

Svårare är det att se bort från de trots alla restriktioner förekommande relationerna till den internationella kapitalmarknaden. Visserligen lär de placerare, som vill fly de höga svenska skatterna, finna, att i många av de länder, vilkas ekonomiska utvecklingsnivå gör dem intressanta från placeringssynpunkt, utvecklingen också lett fram till en skattenivå, som inte på något helt

avgörande sätt skiljer sig från den svenska. Men om någon fullständig likhet i belastning är det inte tal. De stabilare skatteoaserna tenderar också att erbjuda relativt mindre lockande avkastningsmöjligheter före skatt.

Däremot är det för sådana placerares del, som personligen önskar stanna i landet, så ordnat, att åtminstone finansiella utlandsinvesteringars avkastning drabbas av svensk skatt. Samma gäller om utlänningars realinvesteringar i Sverige. Men detta hindrar inte, att svenskers reella utlandsinvesteringar liksom utlänningars finansiella investeringar i Sverige i stor utsträckning kan gå fria från svensk inkomstskatt eller drabbas av den endast i form av bolagskatten jämte en genom dubbelbeskattningsavtal vanligen till mindre än normala 30 % begränsad kupongskatt.

Det vore därför en otillätlig förenkling både att bortse från den internationella kapitalmarknadens effekt på förräntningsanspråket före svensk skatt på inhemska investeringar och att betrakta den som helt normgivande för marknadens krav. Verkligheten är säkerligen mera komplicerad än så.

En komplikation på det inhemska planet erbjuder också de allmännyttiga fonder och stiftelser, för vilka i första hand inkomst av kapital, i vissa fall även inkomst av rörelse och — för statsbeskattningsens del — inkomst av fastighet är skattefria. Dessa juridiska personer representerar, såvitt angår deras direkta placeringar, ett av beskattningen påverkat förräntningsanspråk, vilket på en marknad med delvis skattefria, delvis skattepliktiga placeringsalternativ bör tjäna till utjämning av kurssättningen. Dessa placerargrupper bör kunna bidra till motsvarande utjämning också när det gäller förräntningsanspråket för sådana placeringar, vilkas effektiva avkastning är sammansatt av en hos oinskränkt skattskyldiga placerare skattepliktig årlig avkastning och en under vissa förutsättningar skattefri kapitalvinst.

Skillnaden i bruttoförräntningskrav mellan en sådan allmännyttig stiftelses investering via ett aktiebolag — vars vinst, oavsett vem som är ägare, hos bolaget alltid beskattas efter samma grunder — och stiftelsens andra skattefria placeringar skulle kunna sägas motsvara den merkostnad, som aktiebolagsvinstens »dubbelbeskattning» i princip medför.<sup>1</sup> På motsvarande sätt skulle skillnaden i förräntningsanspråk mellan en utländsk placerares investering i form av lån till ett svenskt bolag och aktieförvärv i bolaget kunna sägas uttrycka samma skillnad. I senare fallet kan emellertid kupongskatten och eventuella skiljaktigheter i hemlandsbeskattningen skymma bilden.

Det största problemet när det gäller att finna en bestämningsgrund för den av skatten påverkade marknadsräntenivån är dock ett annat, nämligen skat-

<sup>1</sup> Egentligen är det inte bara bolagets egen inkomstskatt, som här motsvarar merbelastningen, utan även eventuellt utgående utskiftningskatt. Beträffande den åtnjuter skattefria stiftelser nämligen inte något privilegium. Om bolaget är helägt, så att hänsyn inte behöver tas till aktieägare, som finner utskiftningskatten billigare än skatten på utdelning, behöver emellertid utskiftningskatteskulden inte betyda någon reell belastning. Inte heller behöver den betraktas som någon betydande minuspost, när bolaget påräknas fortsätta sin verksamhet under överskådlig tid framåt, eller när det kan påräknas överlåtet till annat subjekt, skattefritt för utdelning från det förvärvade bolaget.

tens inverkan på sparviljan. Som bl. a. Bent Hansen [1955] visat, är den direkta beskattningens inverkan på sparandet i princip att likställa med effekten av en motsvarande räntesänkning. Att anta ett entydigt samband i den riktningen, att höjd skatt respektive sänkt ränta skulle innebära ett minskat sparande, skulle vara att förenkla de verkliga sammanhangen, även om det kanske är realistiskt att räkna med att sparandets ränte- respektive skatte-känslighet i huvudsak torde vara av den karaktären.

Det finns en särskild anledning att räkna med att den effekt just skatterna på bolagsvinster kan ha på bolagsinvesteringarnas sparande går i den riktningen, att höjd skatt sänker sparviljan för individerna. Den omvända funktionen låter sig nämligen bäst förklaras med sådant målsparande, t. ex. livförsäkringssparandet, som förbilligas i förhållande till oförändrat sparmål, ju mer räntan stiger respektive skattevillkoren för sparandet i fråga förbättras. Denna typ av målsparande kan emellertid knappast vara särskilt typisk för aktiespararkategorin.

Mot bakgrunden av alla de komplikationer som vi nu har dragit fram är det inte lätt att sätta upp någon norm för fixerandet av en av skatten opåverkad marknadsränta, från vilken bruttoförräntningskravets avvikelser uppåt vid vissa slag av investeringar skulle kunna rubriceras som en skattebetingad höjning av priset på kapital. Vad man kan undersöka blir enbart de partiella effekterna av skattemässig diskriminering, dels på subjektssidan, sådana som de här exemplifierade olikheterna i skattebehandling av olika placerarkategorier, dels på objektssidan, sådana som avser skiljaktigheter i behandlingen av olika slags placeringar i företag med olika juridisk form, verksamhetsinriktning, storlek etc.

Det kan naturligtvis synas som ett ganska anspråkslöst program. Men den komplicerade verkligheten är inte lätt att få grepp om med en totalanalys. Som den följande framställningen kommer att visa, är redan den här antydda uppläggnings- och framställnings- om bolagsbeskattningen och kapitalkostnaderna tillräcklig för att erbjuda en mängd besvärliga problem.

## UNDERSÖKNINGENS PROBLEM

Den följande undersökningen skall ägnas åt en diskussion av olika former för bolagsbeskattningens anordnande. Efter ett inledande avsnitt om olika typer av skatt på aktiebolagen och deras ägare (kapitel 2) och ett kapitel om samordningen mellan beskattningen av aktievinster med beskattningen av aktiebolags utdelade eller utskiftade vinstmedel (kapitel 3) diskuteras i kapitel 4 den tänkbara gestaltningen av kostnadskurvan för aktiebolagens kapitalanskaffning samt skattens inflytande på den. Det gäller här framför allt att fixera ett problem, som varit aktuellt i lagstiftningsdiskussionen, inte minst i samband med den svenska s. k. Annell-förordningen, nämligen aktiefinansieringens relativa dyrbarhet i förhållande till lånefinansiering.

Det är mot bakgrunden härav som den följande framställningen koncentrerar

rats till verkningarna av en sådan differentiering av aktiebolagsbeskattningen till den utdelade vinstens förmån, som skulle kunna vara ägnad att helt eller delvis utjämna kostnadsskillnaden mellan låne- och aktiekapital. I kapitel 5 och 6 undersöks på grundval av en teoretisk modell för aktiebolagens utdelningspolitik de tänkbara verkningarna av en differentierad bolagsskatt. I kapitel 7 granskas de skillnader, som blir aktuella, om vi i stället för en differentiering på bolagssidan företar motsvarande lättnader på aktieägarsidan. Slutligen ägnas kapitel 8 åt en studie av sambandet mellan reglerna om skatte-kredit — i meningen av uppskjuten beskattning genom liberala avskrivnings-regler för investeringar — och en differentierad bolagsskatt.

Det kan vara praktiskt för läsaren att redan på detta stadium studera kapitel 9, där undersökningens uppläggning och resultat redovisas i kortfattad form.

# Några olika typer av bolagsbeskattning

## NORMER FÖR BOLAGSBESKATTNINGEN

En framställning om bolagsskatten och företagens kapitalanskaffningskostnader bör rimligtvis innehålla en redogörelse om hur bolagsskatten faktiskt är anordnad i vårt land. Det är också lämpligt att undersöka, efter vilka vägar en eventuell reformverksamhet skulle kunna bedrivas, med andra ord vilka alternativ för bolagsbeskattningens utformning, som kan diskuteras.

En bedömning av bolagsbeskattningen kan inte ske utan att man samtidigt beaktar hur beskattningen är anordnad för företag, som arbetar i annan juridisk form. Särskilt betydelsefullt är detta, om man ser till skattens verkningar som konkurrensfaktor. Bolagsskattens effekt på företagens kapitalanskaffningskostnader måste i väsentlig grad bli beroende av hur skatten belastar motsvarande kostnader för jämförbara företag av annat slag än aktiebolag. Det ligger nära till hands att tänka sig en reform av hela företagsbeskattningen så ordnad, att alla företag behandlas efter likartade principer. Ett sådant förslag, betecknat »Betriebssteuer», har bl. a. vunnit stor uppmärksamhet i Väst-tyskland. Det är emellertid svårt att komma ifrån, att en beskattning av aktiebolagens vinster hos aktieägarna enligt samma principer som nu gäller för handelsbolag och kommanditbolag skulle erbjuda betydande tekniska problem. Samtidigt riktas mot »Betriebssteuer»-tanken den invändningen, att skatten på inkomst av rörelse bör vara integrerad med skatten på annan inkomst och i möjligaste mån ansluta till samma principer. Detta kan man knappast uppnå, om man samtidigt strävar efter likformighet med bolagsskatten.

Synen på bolagsskattens funktion kan variera hos olika bedömare bl. a. med hänsyn till vilken inställning man har i två kontroversiella frågor.

*Den ena frågan* gäller bolagsskattens övervältring. Som redan antytts i inledningen står vi här inför ett fortfarande långt ifrån färdigdebatterat problem. För den, som hyllar den traditionella incidensteorins tes, enligt vilken skatter på nettovinsten inte kan övervältras, blir en samordning med inkomstskatten ett naturligt krav.

Den som däremot intar den ståndpunkten, att skatten på aktiebolags netto-vinst de facto i huvudsak övervältras på köparna av aktiebolagens produkter eller eventuellt på aktiebolagens anställda, måste se frågan om samordningen med andra skatter väsentligen som ett problem samhörande med den i traditionell mening indirekta beskattningen. Konkurrensmöjligheterna mellan företag i olika juridisk form, eventuellt också frågan om skattebördans fördelning, sådan den brukar ställas för konsumtionsskatternas del, spelar här huvudrollen. Frågan om bolagsbeskattningens inordnande i mönstret för en inkomstskatt träder i bakgrunden. Möjligen kommer den in i den formen, att vad som återstår efter bolagsskatt anses i sin helhet utgöra sådan inkomst, som bör drabbas av direkt skatt i samma utsträckning som andra inkomster. Man kan alltså med denna syn på incidensfrågan bortse från bolagsskatten som belastande faktor på i aktiebolagsform förvärvad inkomst.

Anser man emellertid att även andra inkomstskatter övervältras, behöver man inte av bolagsskattens övervältringsbara karaktär dra slutsatsen, att vad som återstår av aktiebolagens vinst netto efter bolagsskatt bör drabbas av inkomstskatt i vanlig omfattning; ingenting säger ju, att övervältringsmöjligheterna för aktieägaren för denna ytterligare inkomstbeskattnings del skulle vara lika goda som möjligheterna att övervältra den inkomstskatt, som läggs på andra slag av inkomst.

*Den andra frågan* gäller aktiebolagens ställning som självständiga rättsliga subjekt. Medan övervältringsfrågan är av rent ekonomisk karaktär, har vi i frågan om aktiebolagens gentemot aktieägarna självständiga ställning att göra med ett mera juridiskt eller kanske sociologiskt präglat problem, där attityderna inte på samma sätt som i övervältringsfrågan kan tänkas grundade på en empirisk analys av fakta.

För att belysa vad frågan gäller kan det vara värt att peka på några kontroversiella punkter. Ser man aktiebolaget som skilt från dess ägare, är »dubbelbeskattningen» av bolagsvinst inte något problem: vad som är bolagets inkomst, är ju därmed i princip inte aktieägarnas.<sup>1</sup>

En särskild aspekt får frågan om attityden till bolagens självständighet gentemot aktieägarna, när det gäller internationell dubbelbeskattning. Antagandet av en egen individualitet för bolag gör det lättare att iaktta den gränsdragning mellan bolag och deras aktieägare, som blivit huvudregel vid utformningen av

---

<sup>1</sup> Ett ytterligare utflöde av samma attityd möter i ställningstagandet till frågan om överflyttning av latent skatteskuld vid apport av rörelsetillgångar till aktiebolag: ser man bolaget som skilt från aktieägaren, är bolagets övertagande av den latent skatteskulden genom inbalansering av egendomen till bokvärdena inte nog, utan aktierna framstår i sig själva som fortsättningen av de rörelsetillgångar och bärare av den latent skatteskuld, som förts in i bolaget. Detta är regeln t. ex. i tysk rätt. Den motsatta synen på förhållandet mellan aktieägare och aktiebolag får t. ex. sitt uttryck i åtgärder för lindring av bolagsvinster dubbelbeskattning. I apportbildningsfallen låter sig denna attityd förena med ett förfaringsätt, som går ut på att aktiebolaget övertar den latent skatteskulden, medan aktierna efter apporten behandlas som anläggningstillgångar, utan skattemässigt samband med rörelsen. Så sker i svensk rätt.

kollisionsnormerna i dubbelbeskattningsavtal och vid lagstiftning om ensidiga åtgärder mot dubbelbeskattning. En motsatt attityd öppnar möjligheter för två slags avvikelser från de vanliga reglerna. Den ena typen är åtgärder riktade mot inhemska bolag med utländska ägareintressen eller mot de utländska ägarerna själva, grundade på idén om dotterbolaget som ett organ för sitt utländska moderföretag, dess vinst som en del av detta utländska företags vinst.<sup>1</sup> Den andra typen är åtgärder riktade mot inhemska aktieägare i utländska bolag, syftande till att göra beskattningen av den på deras del fallande, utländska vinsten i möjligaste mån likformig med den beskattning, som skulle drabbat motsvarande vinst, för den händelse investeringen i stället varit inhemsk.<sup>2</sup>

Den attityd lagstiftningen intar i frågan om hur självständigt bolaget är gentemot aktieägarna blir i praktisk lagstiftning kanske främst avhängigt av den egna juridiska traditionen. Det går emellertid att påverka lagstiftaren till avvikelser från denna, och det lättare ju lägre anspråk som ställs på systematisk konsekvens i lagstiftningsarbetet. Det kan också vara möjligt att på empirisk väg bestämma graden av bolagens självständighet mot ägarerna genom att undersöka beslutsmekanismen i företagen. Man torde därvid finna, att skilje-linjen knappast går mellan aktiebolag å ena sidan, handelsbolag och enskilda firmor å den andra, utan snarare tvärs igenom aktiebolagssektorn på det sätt exempelvis den sedvanligt förekommande särskilda lagstiftningen för familjebolag uttrycker. Om man kan tala om en självständig beslutsfunktion utan direkt beroende av aktieägarintresset bör detta i första hand vara i de större bolagen, där »direktörernas revolution» har nått längst.

Närbesläktad med detta problem är frågan om koncernernas behandling. Skall man beakta den juridiska primärenheten, bolaget, som besluts- eller värderingsenhet, eller är det koncernen, som är den relevanta enheten, när man skall bedöma skattereglernas innebörd? Stannar man för sistnämnda betraktelsesätt, vilket kan synas naturligt med hänsyn till koncernbalansens alltmer framträdande ställning i ekonomiska och bolagsrättsliga sammanhang, återstår frågan hur långt man kan tillämpa det. Skall hela bolagssektorn i samhället behandlas som en enhet?<sup>3</sup> Eller skall man kräva 90 %, 50 % eller 25 % ägande för att finna det riktigt att tillämpa normer, som har sin utgångspunkt i koncernaspekten?

Den följande framställningen ger inte utrymme för en utförlig diskussion av alla dessa synpunkter på bolagsbeskattningens anordnande. Men det har syntts lämpligt att antyda dem för att något belysa motivbildningen bakom de olika principlösningar för bolagsbeskattningens anordnande, som förekommer i verkligheten och i den teoretiska diskussionen.

<sup>1</sup> Ett exempel härpå var 1937 års tyska s. k. Shell-dom, i vilken Reichsfinanzhof sökte beskatta det internationella Shellbolaget för den del av hela koncernvinsten som kunde hänföras till dess tyska koncernbolag. (Jfr Rapports pour le XVIII Congrès International de Droit Financier et Fiscal. *Cahiers de droit fiscal international*. Vol. XLIX b. Hamburg 1964.)

<sup>2</sup> Exempel härpå är de amerikanska reglerna om »indirect tax credit».

<sup>3</sup> Exempel på en sådan attityd i ett speciellt sammanhang finner man hos Sandels [1962].

# DET SVENSKA SYSTEMET FÖR BOLAGSVINSTERNAS BESKATTNING

## *Skattesubjekt och beskattningsform*

Den svenska beskattningen av aktiebolagens vinster anknyter i sin uppläggning till inkomstbeskattningen. I frågan om kommunalskatten, som är proportionell, sträcker sig denna anknytning så långt som till skattesatsen, medan däremot den statliga inkomstskatten för aktiebolag, ekonomiska föreningar m. fl. sedan 1938 är proportionell (f. n. 40 %). Tidigare innehöll bolagsbeskattningen ett progressivt element. Detta anknöts dock icke till vinstens absoluta belopp utan till den förräntningsnivå den representerade.

Sedan 1955 har med relativt små undantag inkomstbegreppet varit detsamma för aktiebolag och fysiska personer. De skiljaktigheter, som förekommit och förekommer, har främst haft sin grund i aktiebolagsskattens proportionella karaktär. Den fria avskrivningsrätt, som infördes 1938 och efter att ha suspenderats 1951 avskaffades år 1955, ansågs t. ex. mindre väl lämpad för de progressivt beskattade, rörelseidkande fysiska personer, eftersom de möjligheter den kunde erbjuda till progressionsutjämning skulle innebära en alltför stor förmån för dessa i jämförelse med de progressivt beskattade skattskyldiga, som saknade samma rätt.

Investeringsfonderna har förbehållits aktiebolagen även av ett annat skäl: man har räknat med att deras effektivitet som konjunkturpolitiskt instrument inte skulle nämnvärt främjas av att man ryckte in en rad småföretag i systemet. Formellt gäller detta alla aktiebolag, men i realiteten är det för de större bolagen systemet är avsett och anpassat.

Aktiebolagens ställning som självständiga rättssubjekt gentemot aktieägarna är tradition. De skiljer sig därvid från handels- och kommanditbolag, vilkas inkomst visserligen beräknas på grundval av för bolaget avgiven deklaration men beskattas andelsvis hos delägarna. Det vore emellertid fel att ur denna skiljaktighet i regelsystemet dra slutsatsen, att endast aktiebolagen men inte handels- och kommanditbolagen skulle erkännas som juridiska personer i skattehänseende. Tvärtom iakttar man i övriga hänseenden handels- och kommanditbolagens ställning som juridiska personer, t. ex. i frågan om beskattning för vinst vid avyttring av bolagsandel eller i frågan om behandlingen av lön från handels- eller kommanditbolag till delägars hustru och barn. Aktiebolagens särställning kan därför inte betecknas enbart som ett erkännande av deras rättspersonlighet.

Man får i stället se till aktiebolagens ställning som självständigt skattskyldiga juridiska personer som det utslagsgivande. I viss utsträckning har emellertid lagstiftaren i vårt land betraktat denna självständiga skattskyldighet som en skattskyldighet i aktieägarens ställe. Detta gällde exempelvis fram till 1920 i fråga om kommunalbeskattningen. Sedan aktiebolaget betalat kommunal inkomstskatt på sin vinst, ansågs det obehövligt att aktieägaren därutöver erlade sådan skatt på sin utdelningsinkomst. Hänsyn till aktieägarnas bosätt-

ningskommuner liksom uppfattningen att den kommunala inkomstbeskattningen borde drabba alla den skattskyldiges inkomster dikterade övergivandet av denna regel och införandet även för den kommunala beskattningens del av den dubbelbeskattningsregel, som redan gällde vid den statliga beskattningen.

Inom ramen för den progressiva gestaltningen av aktiebolagsbeskattningen har i olika sammanhang diskuterats ett hänsynstagande på bolagsskattesidan till aktieägarnas beskattning för utdelningsinkomst. Det är kanske belysande för på vilket från början obetydligt teoretiskt fundament vårt bolagsskattesystem är uppbyggt, att skattelagstiftaren år 1910 ansåg sig böra avskaffa den dittills (sedan 1902) gällande rätten till avdrag för utdelad bolagsvinst upp till 6 % av aktiekapitalet. Motivet var att ett som behövt ansett bolagsskatteuttag i pengar räknat vid ett sådant system skulle kräva en alltför hög bolagsskattesats för återstående del av bolagsvinsten. Man hänvisade därvid särskilt till vikten av att inte avskräcka utländska placerare.

Först med 1960 års provisoriska »förordning om beskattningen av aktiebolags och ekonomisk förenings inkomst i vissa fall» fick vi i Sverige ett öppet beaktande av dubbelbeskattningsproblematiken i form av en begränsad avdragsrätt för utdelad bolagsvinst. Den bärande tanken var att stimulera bolagsfinansiering genom aktieemission, utan att samtidigt genom en förbättring av skattevillkoren för redan emitterade aktier åvägabrunga oförtjänta värdestegringsvinster för gamla aktieägare. Den lindring, som förordningen av 1960, den s. k. Annell-förordningen, gav, begränsades inledningsvis till ett avdrag med 4 % av för aktierna inbetalt belopp under en sexårsperiod med början det första år utdelning gavs på de nyemitterade aktierna. Förordningens permanentning 1967 förenades med en utökning av avdragsrätten till 5 % under 10 år (SFS 1967:94).<sup>1</sup>

Genom sin i tiden och i fråga om procenttalet begränsade karaktär framstår Annell-förordningen som ett förhållandevis mindre betydande undantag från den huvudregel om den utdelade bolagsvinstens dubbelbeskattning, som gäller i svensk beskattningsrätt.

### *Dubbelbeskattningen i historiskt perspektiv*

Lagstiftarens strävanden har ända sedan 1920-talet också i första hand varit inriktade på att effektivisera dubbelbeskattningen snarare än att genomföra lättnader i den. En schematisk skiss över utvecklingen kan här vara på sin plats.

Det fundamentala problemet för en lagstiftare, som finner dubbelbeskatt-

---

<sup>1</sup> Vissa begränsningar stadgas i Annell-förordningen. Sälunda har lättnaderna inte ansetts böra komma andra företag till godo än dem, som ägnar sig åt rörelse eller jordbruk. Vidare har det stadgats, att emissionslättnaderna inte får åtnjutas, när såsom apportegendom tillskjutits andra aktier. Och slutligen har genom en invecklad bestämmelse regler utfärdats, som i princip avsetts förhindra, att emissionslättnaderna kommer i tillämpning samtidigt som den utdelning, för vilken avdrag åtnjuts, kommer ett sådant mottagande bolag till godo, som redan för sin del är skattefritt för aktieutdelning. En närmare analys av denna regel får t. v. anstå (jfr nedan s. 133).

ningen från någon synpunkt motiverad, måste vara den outdelade vinsten. Är den outdelade vinsten med rätta dubbelbeskattad, måste det framstå som ett fel i systemet, om dubbelbeskattningsregeln kan kringgå genom ackumulation av vinstmedel i bolaget, vilka sedermera i någon form skattefritt kan tillgodoföras aktieägarna. Väl kan man i dubbelbeskattningen av den outdelade vinsten se ett slags pris, som aktieägarna betalar för privilegiet att kunna spara vinst skattefritt eller åtminstone skattebilligt inom ett bolag. Men felet är, att priset betalas i större utsträckning, ju mindre förmånen utnyttjas. Otillfredsställande har det också ansetts vara, att en väsentligt förmånligare behandling skulle kunna erhållas för vinst, som först sparas inom bolaget för att sedan via utskiftning av dettas tillgångar tillgodoföras aktieägarna, än för sådan vinst, som omedelbart går till utdelning.

En provisorisk beskattning av den icke outdelade vinsten, den s. k. B-skatten, var 1919 års lösning av problemet. B-skatten uppbars inkomståret men efterskänktes, om motsvarande utdelning i stället företogs. Den kritiserades bl. a. som en belastning speciellt av företag i likviditetssvårigheter, eftersom den bestraffade utebliven utdelning även där hänsyn till företagets ekonomiska stabilitet kunde låta en försiktig utdelningspolitik framstå som en nödvändig dygd.

Efter att 1926 ha strukits utan ersättning efterträddes B-skatten 1927 av *utskiftningsskatten*. Funktionen hos denna skatt är att säkra dubbelbeskattningens andra led genom beskattning *hos bolaget* av sådana genom utskiftning eller aktieinlösen aktieägarna tillgodoförda belopp, som överstiger vad som tillskjutits bolaget av aktieägarna vid dess stiftande eller i senare sammanhang. Man bör lägga märke till att det var av praktiska skäl som utskiftningsskatten pålades bolagen och inte aktieägarna. Däremot kan det förhållandet knappast åberopas som skäl för att betrakta skatten som någonting annat än ett slags garanti för att vinst inte kan tillgodogöras aktieägarna utan ytterligare skatt, vare sig denna utgör inkomstskatt på utdelning eller utskiftningsskatt. Utskiftningsskatten säkrar alltså dubbelbeskattningens andra led.

Naturligtvis kan man kritisera den bristande samordningen mellan utskiftningsskatten och inkomstskatten. Bl. a. har utskiftningsskatten tillåtit kollidera med inkomstskatt på realisationsvinst liksom med sådan inkomstskatt, som drabbar rörelsevinst vid avyttring av såsom varulager innehavda aktier. Det är också uppenbart, att en proportionell, f. n. 40 %-ig, aktiebolaget självt påförd skatt inte exakt kan ersätta den individuella inkomstbeskattning, som den skulle motsvara hos aktieägarna. Den innebär för vissa aktieägare utan tvivel en lägre belastning än de skulle fått vidkännas för motsvarande utdelning, för andra aktieägare en högre belastning. På samma sätt — som f. ö. gäller också inkomstskatten på utdelning — lämnar utskiftningsskatten utan beaktande under vems innehavstid en vinst uppkommit. Beskattning sker nämligen vid utskiftning av ackumulerad bolagsvinst, även om det skulle visa sig, att den aktieägare, som tillgodogör sig det utskiftade beloppet, för sin del lagt ut mer vid inköpet av sina aktier än han får ut från bolaget vid dess likvidation.

Utskiftningsskatten skiljer sig från B-skatten främst genom att den inte utgör någon aktuell belastning, så länge företaget fortsätter sin verksamhet i oförändrad omfattning. Man kan visserligen göra gällande, att varje ackumulation av vinst inom ett bolag innebär, att bolaget samlar på sig en latent utskiftningsskatteskuld. Men hur betydande man vill anse belastningen genom denna skuld vara, beror av när den kan tänkas förfallen till betalning. Ligger denna tidpunkt långt i framtiden, är belastningen genom utskiftningsskatteskulden i realiteten obetydlig.

Möjligheten att på detta sätt uppskjuta betalningen av utskiftningsskatteskulden har framför allt väckt lagstiftarens uppmärksamhet när den kombinerats med de regler, som möjliggör för aktiebolag att skattefritt lyfta utdelning från annat sådant bolag. Utnyttjandet av aktiebolag som »skattefria sparbössor» för aktieägarnas räkning har särskilt i dessa fall framstått som en icke önskvärd konsekvens av systemets uppbyggnad. Genom undantagsstadganden har man successivt sökt inskränka utrymmet för detta slags operationer.

Bakgrunden till reglerna mot kedjebeskattnings av bolags aktieutdelning är den enkla, att argumenten för en dubbelbeskattnings av aktiebolags utdelade vinst knappast äger samma giltighet som motiv för en kedjebeskattnings i de fall aktieutdelning tillfaller ett aktiebolag i stället för den fysiska eller juridiska person, som representerar det yttersta ägarintresset. I princip har skattelagstiftningen ansetts böra vara så konstruerad, att det är likgiltigt om en viss bolagsvinst passerar ett eller flera bolag på sin väg från det bolag, som gjort vinsten, till den fysiska person, som i sista hand är dess ägare. Men genomförandet har efter hand tett sig alltmer komplicerat, ju större omfattning åtgärderna mot missbruk fått.

Redan från tillkomsten av 1928 års kommunalskattelag observerade man behovet av speciella bestämmelser för penningrörelseidkande företag, liksom för andra bolag, vilkas aktieplaceringar finansierades med upplånade medel. Det kunde, menade man, inte vara riktigt, att ett bolag förvärvade en skattefri utdelningsinkomst genom placering av medel, upplånade mot avdragsgill ränta. För vanliga rörelsedrivande bolags del liksom även för förvaltande bolag tedde det sig lämpligast att beakta detta problem i den formen, att ränteavdragsrätten inskränktes till den del, varmed på sådan aktieplacering belöpande ränteutgift översteg motsvarande utdelning. Men för sådana företags del, som yrkesmässigt handlar med aktier, ansåg man en sådan differentiering på ränteavdragssidan svårtillämplig. Därtill kom även den synpunkten, att mot en utdelningsintäkt kunde stå en kursförlust, och att ett företag som ägde tillgodoräkna sig avdrag för kursförlusten, inte lämpligen samtidigt borde äga rätt att skattefritt uppbära utdelningsintäkten.

Här var det inte frågan om något slags missbruk. Kampen mot missbruk inleddes — föga effektivt — med 1933 års ersättningsskatteförordning. Denna riktades mot sådana väsentligen förvaltande bolag, vilkas restriktiva utdelningspolitik uttryckte ett syfte att bereda fysiska personer med del i företaget

obehörig skattelättnad. I sådana fall kan jämlikt förordningen — som fortfarande gäller men ytterst sällan tillämpas — en 25 %-ig skatt påläggas. Restitution kan erhållas, om utdelning sedermera sker. Anknytningen till ett syfte att vinna obehörig skattelättnad har i hög grad försvårat förordningens tillämpning. Erfarenheten visar, att detta slags klausuler lägger en alltför tung bevisbörda på taxeringsmyndigheterna för att reglerna skall få någon väsentlig verkan.

När ersättningsskatteförordningens bestämmelser visade sig otillräckliga, fann sig lagstiftaren år 1951 föranlåten att göra ytterligare en inskränkning i skattefriheten för aktieutdelning mellan bolag, nu berörande även andra än förvaltningsbolag. Syftet att vinna obehörig skattelättnad togs härvid bort som självständigt rekvisit. I stället infördes en omvänd bevisbörda. Man stadgade för fåmansbolagens del, att mottagen utdelning på andra aktier än s. k. organisationsaktier skulle vara skattefri allenast i de fall bolaget kunde visa, att det i skälig omfattning utdelat sin vinst. I praxis har sådana krav uppställts på skälig vinstutdelning, att av mottagna utdelningsinkomster normalt 100 % ansetts böra vidareutdelas, att av rörelseinkomster 50 % bör utdelas och av realisationsvinster med viss fördelning i tiden åtminstone den icke i rörelsen investerade delen. De enda utdelningar som förblev skattefria för de av bestämmelsen drabbade, s. k. »svarta» familjebolagen var utdelningar på aktier, innehavda som ett led i organisationen av annan bolagets verksamhet än som avsåg förvaltning. På det sättet kunde en organisation med moder- och dotterbolag användas även av sådana familjeföretag, vilkas utdelningspolitik inte tillät deras användning som holdingbolag för en placeringsportfölj. Sedan Annellförordningen permanentades 1967 gäller reglerna om »svarta» bolag inte längre för rena förvaltningsbolag.

### *Lundin-transaktionerna*

Redan innan 1951 års lagstiftning genomfördes hade de s. k. *Lundin-transaktionerna* blivit ett akut problem för rättstillämpningen. Tankegången bakom denna typ av transaktioner, som under namn av »dividend stripping» vunnit insteg i praxis och lockat skattelagstiftarna till försvar även på många håll utomlands, är följande.<sup>1</sup> Ett bolags utdelningsbara vinst kan inte direkt tillgodoföras ägaren utan inkomstskatt på utdelning eller utskiftningsskatt. Säljer emellertid ägaren ett slaktfärdigt bolag med ackumulerade vinstmedel till en köpare, vars skatterättsliga status är sådan, att någon inkomstskatt på utdelning inte behöver påräknas, förvandlar han för sin egen del vad som hade kunnat bli skattepliktig utdelning eller utskiftning till en med intill 1/7 1966 gällande regler i allmänhet skattefri realisationsvinst. En möjlighet att göra detta, som i vissa fall försökts med framgång, är avyttringen av aktierna till en insolvent person, vars effektiva beskattning för utdelningsinkomsten kan negli-

<sup>1</sup> En god analys av problemet lämnas i en utredning gjord för den kanadensiska skattekommissionens räkning. *Stripping of Corporate Surplus* (Studies of the Royal Commission on Taxation, No. 15, Ottawa 1967).

geras. Motsvarande bör kunna bli fallet med en köpare, som har stora outnyttjade avdragsmöjligheter jämnt förlustutjämningsförförordningen. Men den viktigaste typen av detta slags transaktion har hela tiden varit Lundin-transaktionen, så uppkallad efter sin upphovsman här i landet, en revisor.

Vid transaktionen utnyttjas ett aktiebolag, som genom sin skattefrihet för mottagen utdelning kan värdera en aktie med ackumulerade utdelningsmöjligheter betydligt högre än en annan köpare utan samma chanser att skattefritt tömma bolaget på medel. När lagstiftningen om de svarta familjebolagen kom, stod departementschefen under intrycket av ett rättsfall (RÅ 1951 ref. 8), i vilket en Lundin-transaktion betraktats som en form av kringgående, i det säljaren ansågs genom likviden från det köpande aktiebolaget reellt ha tillgodo-gjort sig den utdelning köparbolaget i samband med förvärvet tog ut ur det överlåtna bolaget. Någon specifikt mot Lundin-transaktionerna riktad lagstiftning ansågs fördenskull inte behövlig. Bestämmelserna om svarta familjebolag kom likväl att tjäna som en hämsko på detta slags transaktioner, eftersom en stor kategori bolag genom den nya lagstiftningen inte längre blev användbara som köpare av för avveckling avsedda bolags aktier.

I ett senare mål (RÅ 1953 ref. 10), där omständigheterna var andra och mindre entydigt inriktade på en transaktion för skens skull, godkände regeringsrätten en Lundin-transaktion. Fältet öppnades därmed för en rad sådana transaktioner. Reellt har samma teknik kunnat användas också i den varianten, att såsom köpande bolag uppträtt t. ex. en bankirfirma. Denna har visserligen måst redovisa hela den lyftade utdelningen som skattepliktig intäkt, men har å andra sidan såsom avdragsgill kunnat avföra den bokföringsmässiga förlust, som uppstått på de köpta aktierna, när utdelningen frångått bolaget och för likvidation kvarstått allenast det ursprungligen tillskjutna beloppet.

Ett första inskridande mot Lundin-transaktionerna gjorde lagstiftaren i detta nya läge genom 1954 års fondskatteförförordning. Denna innebar en engångsskatt, lagd på värdepappers- och fastighetsförvaltande bolags ackumulerade vinstmedel och avsedd att innebära en rabatterad men i gengäld omedelbart förfallen utskiftningsskattebelastning. I samband med fondskatten liksom tidigare i samband med införandet av reglerna om svarta familjebolag bestämdes att aktieägare i drabbade bolag kunde köpa ut bolagens aktier respektive fastigheter till anskaffningsvärdena, utan att förtäckt utdelning därigenom skulle anses ha ägt rum. Genom att ställa aktieägarna inför alternativet fondskatt eller skattefritt utköp åstadkom lagstiftaren en masslakt på förvaltande bolag av den typ, som i särskild grad hade aktualiserat det missbruk Lundin-transaktionerna representerade.

Nästa åtgärd från lagstiftarens sida var den provisoriska lagstiftning av 1960, Annell-förförordningen, som tidigare omnämnts. Jämsides med denna förordnings föreskrifter om utdelningslättnader bestämdes där vittgående inskränkningar i bolagens rätt att skattefritt lyfta utdelning från andra bolag. Vad man framför allt synes ha åsyftat med förordningen var att för de aktiebolags del, som inte hör till kategorin fåmansbolag, lägga hinder i vägen för

det slags verksamhet, som lagstiftaren redan 1951 diskriminerat för fåmansbolagens del.

Den använda metoden var emellertid delvis en annan. I fråga om förvaltningsbolagen — och här tillämpades en mycket sträng definition av förvaltningsbolag, som särskilt utesluter fastighetsförvaltning — infördes i förordningens 10 §, numera 54 §, KL, regeln att mottagen utdelning skulle vara skattefri allenast till den del den motsvarades av för samma beskattningsår beslutad utdelning från det mottagande bolaget till dess aktieägare. Endast för de egentliga investeringsbolagens del infördes en något mildare regel, nämligen att mottagen utdelning till 80 % måste motsvaras av beslutad utdelning, för att skattefrihet fullt ut skulle kunna åtnjutas. För konsekvensens skull bestämdes härvid även, att avdragsrätt skulle åtnjutas för på utdelning av detta slag belöpande ränteutgift.

För andra bolag än förvaltningsbolag blev regeln den, att skattefrihet fortsättningsvis skulle åtnjutas endast för sådan aktieutdelning, som inte belöpte på »kapitalplaceringsaktier» (11 §, numera 54 §, 1 st. a) KL). Vad därmed skall förstås regleras numera i 1 p. anv. t. 54 § KL dels genom en schablonregel, innehållande ett krav på 25 % ägande (mätt i röstetal), dels, för mindre innehav, en regel, som vidmakthåller skattefriheten i fall, där aktierna förvärvats i och för sådan rörelse eller sådant jordbruk, som bedrivs av det utdelningsmottagande bolaget.<sup>1</sup>

Sammanhängande med förvaltningsbolagsreglerna innehåller 54 § 5 st. (tidigare 11 § Annell-förordningen) därjämte ett stadgande, som gör skattefriheten för utdelning från ett förvaltande bolag beroende av att detta i sin tur inte i sin portfölj har några aktier, som i moderbolagets hand skulle anses som placeringsaktier.

Med Annell-förordningen har, jämte angreppet mot obehörig ackumulation i flerägda förvaltningsbolag, även åsyftats en dämpning av bolagens intresse för placering i andra bolags aktier. Det förmenades, ehuru knappast med något särskilt övertygande statistiskt stöd, att detta intresse skulle haft en kursuppdrivande effekt på börsen. Om man så vill kan man självfallet se även detta intresse, där det finns, som en avart av samma princip, som Lundin-transaktionerna representerar. En latent utskiftningsskatteskuld, som gör aktier mindre värda i en fysisk persons hand, kan, så snart skattefrihet är stadgad för bolags aktieutdelningar, betraktas som en negligibel faktor i ett aktieplacerande bolags kalkyler.

Den fortsatta utvecklingen har givit vittnesbörd om att det bekymmer, som Lundin-transaktionerna ansetts utgöra, fortfarande inte är helt ur värl-

---

<sup>1</sup> Därjämte stadgades, väl närmast till komplettering av den redan i den permanenta lagstiftningen ingående regeln om penningrörelseidkande bolags aktieutdelningar, att utdelning på varuaktier i byggnadsrörelse, jordstyeckningsrörelse och handel med fastigheter skulle beskattas — såsom sådana aktier har i praxis ansetts aktier i fastighetsförvaltande bolag i de fall motsvarande fastigheter i moderbolagets direkta ägo skulle utgjort varulager i rörelsen.

den. Både flermansbolag och penningrörelseidkande bolag kan uppträda som köpare av bolag med ackumulerade vinstmedel. Skatteflyktskommitténs betänkande av 1963, som lett till lagstiftning i denna del under 1966 (SFS 1966: 724), innehåller likväl ett beaktansvärt inskridande mot missbruk. Försättningsvis skall jämlikt de nya reglerna frihet från skatt på mottagen utdelning respektive — vid penningrörelseidkares köp — rätt till avdrag för förlust på köpta aktier få åtnjutas endast i sådana fall, där de övertagna aktierna representerat tillgångar av intresse för förvärvaren. Ett »skalbolag», vars ackumulerade vinstmedel och andra passiva på aktivsidan motsvaras endast av en fordran på aktieägaren eller likvida medel, kan inte längre överlåtas på hittills gällande villkor.

### *Aktievinstskatt och kringgående*

Samtidigt konstituerar den från 1/7 1966 införda aktievinstskatten ett annat återhållande moment på vinstackumulationen inom bolag. En konsekvent genomförd, »evig» kapitalvinstbeskattning kan på sitt sätt sägas göra utskiftningsskatten onödig. Om nämligen ett bolags utdelade vinst tas till beskattning som inkomst både hos bolaget och hos aktieägarna, medan dess ackumulerade vinst tas till beskattning som inkomst hos bolaget och — i den mån den återspelas i form av kapitalvinst — såsom kapitalvinst hos aktieägarna, synes något utrymme i systemet knappast erfordras för den utskiftningsskatt, som i sin principiella upprinnelse utgör just det dubbelbeskattningens andra led, som aktievinstskatten i detta hänseende får anses motsvara. På sin höjd kan man möjligen motivera dess fortsatta existens med argumentet, att varken aktievinstskatten eller utskiftningsskatten fullt ut motsvarar samma belastning av den ackumulerade vinsten, som inkomstbeskattningen av utdelad vinst innebär. Skattesatserna är ju för många aktieägare lägre vid de förra skatterna, och tidpunkten för deras påläggande kan förskjutas. Men något annat än en rationalisering av på andra grunder träffade beskattningsåtgärder lär ett sådant argument inte bli.

Sammanfattningsvis kan det sägas, att den här refererade utvecklingen har lett fram till en striktare tillämpning av dubbelbeskattningens princip. Den lättnad i dubbelbeskattningen, som Annell-förordningens första del införde, kan knappast jäva detta intryck.

Inom aktiebolagssektorn kan avvikelserna från regeln om skattefri utdelning mellan bolag i huvudsak förklaras med strävandet att hindra skattefri ackumulation av utdelningsinkomster och Lundin-transaktioner. Lagstiftningen hämmar däremot inte kapitalets ström mellan olika aktiebolag, särskilt när det är frågan om koncernbildningar eller rörelsebolags större innehav av aktier i andra bolag. Men det framgår inte av den torftiga argumentationen i prop. 162/1960 och 17/1967 att man på lagstiftarhåll skulle ha beaktat riskerna för att en kedjebeskattnings kan stimulera bolagen till dåliga egna investeringar i stället för samhällsekonomiskt mera önskvärda portföljinvesteringar.

Några exempel får belysa lagstiftarattityden i dessa fall. Frågan om vinst-

överföringar mellan olika bolag har exempelvis, så snart det inte gällt överföring till utlandet, reglerats med utgångspunkt från att vinstöverföringar inom en koncern skatterättsligt inte skall möta andra hinder än sådana, som har att göra med fördelningen av inkomst mellan olika kommuner. När frågan senast lagreglerades, vilket skedde 1965, var det påtagligt, att de huvudsakliga restriktioner, som pålades, hade att göra med gällande begränsningar i aktiebolagens frihet från skatt på utdelning. Man önskade inte genom koncernbidragsreglerna öppna möjligheter att kringgå dessa regler, men hyste å andra sidan ingen strävan att därutöver försvåra en fri disposition av vinstmedel mellan olika bolag inom en koncern. Det var följdriktigt, att den i praxis hävdvunna rättsfiguren »kommissionärsbolag» i sammanhanget också vann explicit skatterättsligt erkännande som en metod att i ett skalbolags namn reellt driva moderbolagets rörelse med skattemässig verkan allenast för detta (43 § 2 mom. KL).

Ett annat exempel på koncernmässigt betraktelsesätt återfinns i de ränteavdragsregler, som infördes i samband med lagstiftningen om de svarta familjebolagen 1951. För att möjliggöra för moderbolag att ställa sina bättre kreditmöjligheter till dotterbolags förfogande stadgades därvid, att ränteavdrag skulle få åtnjutas av moderbolag även i kombination med skattefri utdelning, om upplåningen stod i samband med finansieringen av ett till minst 90 % ägt dotterbolag. På motsvarande sätt släpptes ränteavdragsförbudet i samband med organisationsaktieinnehav.

Slutligen bör i sammanhanget nämnas det omfattande regelsystem, som tillkommit för att i fall av fusion möjliggöra vidareförandet av dolda reserver, avseende såväl bolags- som utskiftningsskatteskuld. De undantag, som gäller i detta hänseende, är i princip inriktade på att stävja Lundin-transaktionerna, utan att lägga några hinder i vägen för lojala fall av omstrukturering inom aktiebolagssektorn.

Det är givet att denna schematiska presentation av hur aktiebolagsbeskattningen har utvecklats i Sverige inte gjorts med avsikten att vara fullständig. För att belysa hithörande problems komplicerade karaktär kan det vara befogat att här hänvisa till Hellners [1962] och Sandströms [1962] omfattande monografier om skatteförhållanden vid bolagsbildning respektive aktieutdelning.

Vad som tekniskt är av speciellt intresse i detta sammanhang är kringgåendemöjligheterna. Arrangemang som gör det möjligt att förbinda aktiebolagets juridiskt begränsade ansvar med handelsbolagets enkelbeskattningssystem hör exempelvis till de stående bekymren för skattemyndigheter och lagstiftare både i Sverige och på andra håll: rättsfiguren med ett kommanditbolag, där ett aktiebolag med kommanditisterna som delägare står som komplementär, är i och för sig godtagen i Sverige, men vinstfördelningen, när ett sådant kommanditbolag integreras med aktiebolaget, kan vara underkastad korrektion från taxeringsmyndigheternas sida. Frågorna om »förtäckt utdelning» har en stående rubrik i rättsfallssamlingarna också på grund av den komplicerade

bedömningen av fall, där aktieägare får låna bolags vinstmedel, eller där lån från aktieägare till bolag honoreras med en mer än marknadsmässig ränta. Det finns i det sammanhanget åtskilliga ännu olösta problem, t. ex. frågan om skattskyldighet för utdelning när aktieägarna till förmånskurs får teckna av bolag utgivna förlagsbevis eller obligationer.

Däremot har vi i Sverige ännu inte sett några försök att från skattemyndigheternas sida konstruera vissa bolagets förbindelser som likställda med aktier. Enhetligheten i bolags- och skattelagstiftningen har gjort en sådan diskrepans mellan skatterätt och civilrätt mindre näraliggande än t. ex. i USA, där bolagslagstiftningens delstatliga karaktär gjort det nödvändigt för den federala skattelagstiftaren att forma ett eget aktiebegrepp. Men även hos oss kan vi tala om ett liknande problem i samma mån som »participating debentures» ånyo aktualiseras som bolagsfinansieringsform.<sup>1</sup>

## NÅGRA ALTERNATIVA PRINCIPLÖSNINGAR

### *Olika sätt att genomföra dubbelbeskattningen*

Den dubbelbeskattning av bolagsvinst, som tillämpas i vårt land, har sin motsvarighet på åtskilliga andra håll i världen. Sättet att genomföra dubbelbeskattning varierar dock även mellan sådana system, som i och för sig går ut från dubbelbeskattningens princip. Därutöver förekommer även en rad arrangemang för bolagsbeskattningens ordnande, som bygger på tanken att totalt eller partiellt söka undvika dubbelbeskattning av bolagsvinst.

I ett genomfört dubbelbeskattningssystem är det den i bolagen ackumulerade vinsten, som erbjuder problem. Ett sätt att effektivisera dubbelbeskattningens andra led skulle kunna vara beskattning hos aktieägarna av en sådan beräknad utdelning från bolaget, som innefattar även den ackumulerade vinsten. På samma sätt som en sådan metod ter sig besvärlig att tillämpa i ett enkelbeskattningssystem — till detta skall vi återkomma senare — lämnar den utrymme för invändningar i ett system för dubbelbeskattning. Skall en individualiserad beskattning läggas på aktieägarna, bör det bl. a. av likviditetsskäl vara med avseende på en sådan del av bolagsvinsten, som i en eller annan form tillgodogjorts dem.

En för svenskt betraktelsesätt främmande tradition, som utvecklats bl. a. i Schweiz och intill nyligen även i t. ex. Danmark, Norge och Tyskland, är att betrakta fondemission som ett sådant tillgodogörande. Om aktiebolags ackumulerade vinstmedel används så, att de tillförs aktiekapitalet, har enligt dessa länders rätt operationen jämförts med ett förfarande, som går ut på utdelning och aktieägartillskott av de utdelade medlen. På det sättet uppnår man vid fondemissionen en individuell beskattning av aktieägarna för deras andel av den ackumulerade bolagsvinsten. Det är emellertid föga förvånande, att

<sup>1</sup> Bolagsskatteberedningen (SOU 1931:40, s. 265) ansåg debentureränta avdragsgill men föreslog motsatt regel, såvitt avsåg ränta överstigande marknadsräntan, Jfr vidare Mutén [1959], s. 79 ff.

fondemissioner varit ovanliga i länder, där denna regel gällt eller gäller. När de ägt rum, har en anledning kunnat vara den, att bolagsskatten varit progressiv och byggd på förräntningen i förhållande till aktiekapitalet. Härigenom har bolagen tvingats välja mellan en hos aktieägarna beskattad fondemission och en hög årlig bolagsskatt.

En annan möjlighet att tillvarata intresset av en likformig dubbelbeskattning av hela ett aktiebolags vinst har varit att inom bolaget pålägga den outdelade vinsten samma skatt som skulle ha drabbat den, om den delats ut till aktieägarna. Den svenska B-skatten är ett exempel, som har sina motsvarigheter både i generellt tillämpade system (den differentierade bolagsskatten enligt tyskt mönster kan ses som ett utslag härav) och i regler avsedda att särskilt träffa missbruk (den amerikanska undistributed profits tax 1936, liksom den engelska regeln av 1965 för fåmansbolag kan nämnas i sammanhanget). Vad man uppnår är emellertid här visserligen en diskriminering av vinstackumulationen, som när skatten sätts högt nog kan bidra till en liberalare utdelningspolitik. Men någon individuell belastning motsvarande det andra ledet i dubbelbeskattningen av utdelad vinst blir det inte fråga om.

Närmast anslutande till den individuella beskattningens ideal är en sådan beskattning av outdelad vinst, som tar formen av kapitalvinstbeskattning. Om en kapitalvinstbeskattning genomförs på ett någorlunda konsekvent sätt, kan man, som tidigare antytts, tänka sig att den utan komplettering med en utskiftningsskatt är tillräcklig för att, såvitt den ackumulerade vinsten angår, motsvara dubbelbeskattningens andra led. Men problemet är här bl. a. det, att en aktievinstbeskattning, som drabbar med samma hårdhet som utdelningsskatten, i allmänhet anses låsa marknaden och därmed motverka sitt eget fiskaliska syfte, medan en vinstbeskattning, som är lindrigare än beskattningen av löpande inkomst, ter sig som ett ofullkomligt instrument från belastnings-synpunkt. Även i ett sådant med kapitalvinstskatt försett system som det amerikanska har man därför känt behov av specialregler mot omvandlingen av löpande inkomst till kapitalvinst.<sup>1</sup>

Särskild uppmärksamhet har fåmansbolagen tilldragit sig i detta sammanhang. Även i länder utan kapitalvinstbeskattning av aktiebolag har för deras del en effektiv dubbelbeskattning ansetts kräva åtgärder som ligger en kapitalvinstbeskattning nära. I Västtyskland och flera andra till dess skattetradition anknyttande länder gäller sålunda, liksom även i Norge, att under kvalificerande omständigheter säljaren av ett familjebolags aktier kan beskattas som om det i själva verket varit inkråmet i bolaget — dess tillgångar och skulder — han sålt. Det räcker alltså inte med att köparen övertar den latent bolagsskatteskulden genom att bolagets skattemässiga restvärden står kvar på samma nivå efter försäljningen. Man vill genom bestämmelserna om »Veräusserung

<sup>1</sup> I detta regelsystem har även bestämmelser mot omvandling av utdelningsinkomst till kapitalvinst sin plats, närmare bestämt i gestalt av specialföreskrifter för s. k. »collapsible corporations», liksom för privata holdingbolag och för sådana »domicilbolag» som bygger på utnyttjandet av utländska regler om skattefrihet eller skatteprivilegier.

wesentlicher Beteiligungen» respektive »saelgende gruppe» försäkra sig om att den vinst, som säljaren gör sig genom avyttring av bolaget, blir åtminstone delvis beskattad, för att inte skillnaden skall bli för stor gentemot den, som säljer t. ex. en enskild firma.

Det är en i och för sig rimlig tanke, att man skulle kunna sätta avsaknaden av likartade bestämmelser i Sverige i samband med att dubbelbeskattningen av rörelseidkande fåmansbolag här även i ett annat avseende tillåts vara ofullständig. Medan man på åtskilliga andra håll ägnar möda åt att dela upp ägaren-företagsledarens lön från bolaget i verklig lön och förtäckt utdelning, accepteras i svensk praxis i realiteten alla betalningar av detta slag som lön. Därigenom behöver den som samtidigt är ägare och företagschef i ett rörelseidkande familjebolag normalt inte räkna med någon dubbelbeskattning, vad den vinst angår, som han tar ut ur bolaget. Är en enkelbeskattning i denna form reellt möjlig, kan det framstå som ett mindre närliggande problem, hur en dubbelbeskattning skall kunna garanteras vid avyttring av bolaget till ny ägare. Något uttalat sådant samband kan emellertid inte påvisas i lagförarbetena. När aktievinstutredningen 1965 föreslog en förmånsbehandling vid avyttring av majoritetsposter i fåmansbolag, var argumentet inte heller detta utan i första hand vikten av att inte hindra strukturrationaliseringen.

I närmare anslutning till svenska regler kan på flera håll i utlandet noteras begränsningar i aktiebolags rätt att skattefritt lyfta utdelning från annat bolag. Här återfinns på flera håll motsvarigheter till Annell-förordningens 25 %-regel, i vissa fall med en lägre procentsats. Även principen att låta förvaltningsbolag bli fria från skatt på utdelningsinkomst endast i den mån den utdelas vidare har sina internationella motsvarigheter. Härtill kommer även den härmed sammanhängande frågan om aktievinsternas behandling — en fråga, som i Sverige blivit aktuell först i samband med aktievinstutredningens betänkande men inte blivit löst där.

Själva tankegången är eljest näraliggande: om utdelning är skattefri, bör en kapitalvinst, som i sig innebär återspegligen av en aktuell eller framtida utdelningsmöjlighet, falla under samma regel. Det kan betraktas som symptomatiskt, att man i Danmark ursprungligen tänkte sig skattefrihet för aktiebolags aktieaffärer, såvitt reglerna om »særlig indkomstskat» angick, men att denna regel släpptes vid den parlamentariska behandlingen i samband med att den ursprungligen konsekvent genomförda skattefriheten för bolags utdelning från andra bolag inskränktes med tillämpning av en 25 %-regel. Samma slags samband kommer också till synes i exempelvis de amerikanska reglerna för behandlingen av investmentbolags kapitalvinster, beträffande vilka någon dubbelbeskattning lika litet förekommer som för utdelningsinkomsternas del. Motsvarande hänsyn har inte tagits i Sverige (jfr nedan kapitel 3).

### *Olika sätt att undvika dubbelbeskattningen*

Det är långtifrån givet att det just är en effektivisering av dubbelbeskattningen,<sup>1</sup> som framstår som det främsta målet för lagstiftaren. Det finns åtskilliga exempel på beskattningssystem, som byggt på tanken att i stället undvika en dubbelbeskattning av aktiebolagsvinsterna. Än egendomligare kan det kanske synas, att lagstiftarna i flera länder, däribland Sverige, varit beredda att kombinera åtgärder, ägnade att göra dubbelbeskattningen konsekvent, med reformer, vilkas syfte varit att helt eller delvis upphäva den. Den svenska Annell-förordningen är ett ovanligt klart exempel på detta åtminstone skenbart motsägelsefulla agerande. I länder med en till den utdelade vinstens förmån differentierad aktiebolagsskatt finner man det regelmässigt.

Dubbelbeskattningen av aktiebolagsvinster kan i princip undvikas genom följande alternativa metoder:

- A) bolaget skattar för hela sin vinst, medan utdelning är skattefri hos aktieägarna;
- B) bolaget är skattefritt, men aktieägarna skattar för sin andel av hela bolagsvinsten;
- C) bolaget får avdrag för utdelning men skattar för fonderad vinst, medan aktieägarna skattar för utdelning;
- D) bolaget skattar för hela sin vinst medan aktieägarna från den uträknade skatten får avdrag för den bolagsskatt, som belöper på lyftad utdelning (i vilken bolagsskatten inräknas — är bolagsskatten högre än den individuella förutsätter metoden att restitution medges).<sup>2</sup>

Det går naturligtvis också att undvika dubbelbeskattning genom att tillgripa metoder, som skjuter över målet, t. ex.

E) bolaget är helt skattefritt, medan aktieägarna skattar för utdelad vinst.

I sina renodlade former kommer dessa metoder mera sällan till användning. Däremot kan man känna igen principerna i åtskilliga mera kompromisspräglade system.

*Metod A* var helt genomförd vid den svenska kommunalbeskattningen före 1920. I praktiken kommer den numera vanligen till uttryck i den formen, att bolagsvinst, sparad inom bolaget, tillgodoförs aktieägarna i form av värdestegring på aktierna, realiserad som skattefri kapitalvinst.

Det är klart att detta system innebär frihet från dubbelbeskattning bara under den ytterligare förutsättningen, att värdestegringen på aktierna verkligen följer substansvärdet utan någon skattemässigt betingad reduktion.

Det behöver knappast sägas, att redan andra faktorer än skatteförhållan-

---

<sup>1</sup> Framställningen anknyter här nära till författarens artikel i *Industriproblem* 1960, särskilt s. 62 ff. En utförligare diskussion återfinns t. ex. hos Goode [1951] och Scotto [1955], s. 123–198.

<sup>2</sup> Är bolagsvinsten 100, bolagsskatten 50 och utdelningen 50, räknas utdelningen upp till 100 (»grossing up»). Är aktieägarens inkomstskatt 60 % får han betala 10, är den 40 % får han i stället en restitution med 10 av de 50 bolaget betalat.

dena gör att detta samband mellan substansvärde och värdestegring ofta brister. Ett bolag, som ackumulerar stora vinstmedel utan att ha räntabel användning för dem, erbjuder t. ex. inte alls samma intresse för placerarna som ett bolag, vars ackumulerade vinst — även om den kanske är mindre — får en högräntabel användning i bolaget. Förhållandet kan för övrigt illustrera varför man inte utan vidare kan betrakta skatt på ackumulerad bolagsvinst hos bolaget och skatt på aktievärdestegring hos aktieägarna som två endast formellt skilda typer av skatt på samma intjänade vinst.

Men till dessa faktorer kommer i Sverige ytterligare den reduktion av aktiernas verkliga värde i förhållande till substansvärdet, som den latent skattekulden innebär. Det föreligger en sådan skatteskuld i samma mån som det kan påräknas vara omöjligt att tillgodoföra aktieägarna bolagets tillgångar eller deras avkastning utan en mellankommande beskattning, av tillgångarna åtminstone genom utskiftningsskatt, av deras avkastning genom den dubbelbeskattning som gäller för utdelad bolagsvinst. I den mån dubbelbeskattningen kan undgås genom Lundin-transaktioner eller med dem besläktade förfaranden, kan visserligen denna belastning anses vara undanröjd, och samma gäller i det närmaste också för de fall, då man räknar med att utskiftningsskattekulden kommer att aktualiseras först i en mycket avlägsen framtid. Men fortfarande är dubbelbeskattningen även i dessa fall en belastning, antingen så, att köparen i Lundin-transaktionen kräver sin andel av skattebesparingen, eller så, att riskfaktorn vid en mycket lång investering värderingsmässigt tenderar att eliminera den kalkylmässiga fördel, som det innebär att utskiftningsskatten kan ställas på framtiden. Inte heller kan man helt bortse från aktievinstbeskattningen.

Så som bolagsskatten är anordnad i Sverige är det därför inte befogat att påstå, att metod A regelmässigt skulle vara gällande ens för de ackumulerade bolagsvinsternas del.

Man kan då vända på problemet och ställa frågan, om det inte i själva verket är så, att det system vi har med utskiftningsskatt och nu senast skatt på aktievinster säkrar dubbelbeskattningens genomförande även för de ackumulerade vinsternas del.

Vad då först beträffar aktievinstbeskattningen kan denna knappast vare sig i de länder, där den tidigare införts — främst USA, Danmark och Storbritannien — eller här i Sverige sägas ha konstruerats med syfte att innebära en komplettering för uppnående av större konsekvens i dubbelbeskattningen. I 1966 års proposition om den svenska aktievinstskatten blev det t. o. m. ut sagt, att aktievinstskatten inte skall anses ha denna funktion (prop. 90/1966, s. 113). Men detta hindrar naturligtvis inte, att skatten de facto kan medföra en belastning på det värde, som den ackumulerade bolagsvinsten representerar i aktieägarens hand, låt vara att aktievinster även kan ha andra orsaker än vinstackumulation i bolag, och att aktievinstskattens konstruktion såsom en accis snarare än en vinstskatt gör förhållandet mellan ackumulerad vinst och skatt högst växlande.

Framför allt spelar tidsfaktorn en stor roll för bedömningen av skattens verkliga tyngd. Att aktievinstskatten utgår först vid realisation kan betyda en stor lättnad i förhållande till vad som skulle gällt, om det i stället lagts en skatt på orealiserad aktievinst. Även en låg skatt på sådan vinst skulle kunna betyda en relativt tyngre belastning än en vad skattesatsen beträffar högre skatt, lagd på realiserad vinst.

Detsamma gäller, som redan antytts, utskiftningsskatten, vars verkliga tyngd inte kan mätas utan hänsyn till vid vilken tidpunkt en skattebetalning blir aktuell.

Det finns därför skäl att påstå, att utskiftningsskatten och aktievinstskatten varken var för sig eller båda i förening är konstruerade så, att det på något i rimlig grad likformigt sätt kompenserar enkelbeskattningen av ett aktiebolags ackumulerade vinst så att något slags likställighet nås med den dubbelbeskattade, utdelade vinsten. Naturligtvis kan man än mindre tala om att utskiftningsskatten eller aktievinstskatten skulle vara konstruerade så, att de kunde utjämna skillnaden i beskattning av ackumulerad vinst hos aktiebolaget och av sparad inkomst hos aktieägarna; förhållandet mellan aktieägarnas marginalskatt och bolagens kan gå i båda riktningarna, och även där jämförelsen utfaller till bolagsskattens förmån är utskiftningsskatt och aktievinstskatt inte anpassade för att utjämna den.

Enligt *metod B* skattar i Sverige handels- och kommanditbolags delägare andelsvis för bolagens hela vinst, medan bolagen inte själva är skattskyldiga. Det förekommer inte sällan i debatterna yttranden, som går ut på att en sådan beskattningsmetod borde göras generell och alltså omfatta även aktiebolagen. De praktiska hindren skulle emellertid vara betydande. Det kan ju t. ex. inte vara någon särskilt lockande uppgift att föra talan om en detaljfråga i ett bolags vinstredovisning, om detta innebär, att samtliga aktieägares taxeringar därmed måste hållas öppna. Och även om man skulle finna en praktisk lösning i detta hänseende, t. ex. genom att låta korrigeringarna i vinstberäkningen för ett bolag påverka aktieägarnas taxeringar först det år de görs, skulle bekymren bli avsevärda. Skulle man låta en nedsättning av bolagets taxeringar komma de aktieägare tillgodo, som råkar vara delägare i bolaget vid det tillfälle nedsättning sker, eller vore det bättre att i efterhand öppna en möjlighet till korrektion i taxeringarna för aktieägare, som kanske inte längre har någon förbindelse med bolaget? Vilken metod som än väljs förefaller det vara svårt att klara sig utan ett system, som skiljer bolag och aktieägare i vinstberäkningshänseende, eller som gör beskattningen hos de senare beroende av den utdelning de faktiskt fått.

Det är emellertid inte alls säkert, att de argument, som av praktiska skäl kan riktas mot denna beskattningsmetod, såvitt angår bolag med ett stort antal aktieägare, har samma relevans för bolag med få ägare. I deras fall skulle ett nära samband mellan bolagets och delägarnas taxeringar vara möjligt. Det visar ju om inte annat den erfarenhet, som gjorts inte bara i Sverige utan i flertalet länder med systemet för handels- och kommanditbolags beskattning.

Det finns visserligen den svagheten i systemet, att det skulle ytterligare underlätta majoritetsaktieägares utsvältning av minoriteten. En minoritetsaktieägare, som år efter år måste skatta för den på honom fallande andelen i bolagets vinst utan att i motsvarande omfattning också få tillgång till den som utdelning och utan praktiska möjligheter att genom avyttring av en del av sitt aktieinnehav realisera något av den värdestegring vinstackumulationen inom bolaget ger honom, måste efterhand bli ett moget offer för en majoritet, som missbrukar sin makt. Möjligheterna att domstolsvägen få utdelningspolitiken korrigerad är med dagens rättsläge begränsade. En ändring av civillagen i detta hänseende skulle emellertid inte vara teoretiskt otänkbar.

En annan utväg vore att göra beskattningen enligt denna metod frivillig och beroende av samtliga aktieägares eller den kvalificerade majoritetens godkännande. Skulle aktieägarnas majoritet ha intresse av att optionen utnyttjades, bleve det nödvändigt för dem att i ena eller andra formen tillfredsställa minoritetsaktieägarna. Detta skulle i bästa fall hindra en utsvältning utan att fördenskull sätta minoriteten i ett överläge. En sådan optionsrätt tillämpas t. ex. i USA, genom s. k. »Subchapter S corporations». I ett läge, där aktieägarnas marginalskatt är högre än bolagets, kan denna rätt som USA-erfarenheterna visar, bli använd på sådant sätt, att initialförlusterna dras av mot aktieägarnas inkomst, medan vinsterna, när de kommer, beskattas enligt de gynnsammare reglerna för aktiebolag. En föreskrift, enligt vilken optionsrätten måste utövas för en längre period i taget, låter sig lätt åsidosättas, i det att man ser till att det brister i någon av förutsättningarna för optionsrätten (maximiantal delägare e. d.).

Även utan en optionsrätt av detta slag kan man i vissa fall uppnå något av motsvarande resultat, t. ex. genom att omfördela en lämpligt avvägd del av ett aktiebolags vinst till ett kommanditbolag med motsvarande delägare. De tekniska förutsättningarna härför är likväl enligt gällande svensk rätt begränsade, eftersom en sådan omfördelning inte kan drivas särskilt långt utan att anses och behandlas som förtäckt utdelning.

I *metod C* möter vi den metod för lindring av dubbelbeskattningen, som internationellt är den som oftast diskuteras. Den differentierade bolagsskatt, som det här är frågan om, brukar visserligen inte föras till sin yttersta konsekvens. I Västtyskland gäller t. ex. en differentiering med skattesatserna 51 respektive 15 %, varvid den verkliga differentieringen inte ens går så långt. Den vinst, som disponeras för skatt, beskattas nämligen i sin helhet med den högre skattesatsen. En helt obetydlig differentiering gäller i Finland och har nyligen genomförts i Österrike, medan vi i Sverige sedan 1960 haft en begränsad avdragsrätt för utdelningen på nyemitterade aktier som en försöksvis tillämpad första etapp på vägen mot en differentierad bolagsskatt. Inom EEC har Neumark-kommissionen rekommenderat en differentiering efter tyskt mönster, men framgången med denna rekommendation har inte varit särskilt stor.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> *Bericht des Steuer- und Finanzausschusses*. Utg. av Europäische Wirtschaftsgemeinschaft. Frankfurt 1962.

Ett holländskt regeringsförslag i samma riktning drogs tillbaka efter en långvarig parlamentarisk behandling. I Belgien och Frankrike liksom i Italien har utvecklingen gått i andra banor, närmast metod D, som nu förefaller att vinna efterföljd också i Holland.

I själva verket har vi, som redan antytts, i Sverige tyst accepterat en de facto differentiering enligt metod C av långt större betydelse än Annell-förordningens. Det gäller alla de fall av rörelsedrivande familjebolag, i vilka man i praxis avstår från en skälighetsprövning av löneförmånerna till aktieägare-verkställande direktör. Innebörden av denna regel är att även sådana medel, som ekonomiskt sett motsvarar företagsvinst, under rubriken lön kan överföras från bolaget till aktieägaren-verkställande direktören, utan att någon bolagsskatt behöver betalas. Med denna regel har vi i praktiken fått en mellanform mellan å ena sidan den enkelbeskattade enskilda firman eller kommanditbolaget, å andra sidan det effektivt dubbelbeskattade aktiebolaget.

Inskränkningarna i denna frihet är visserligen betydande. Så snart det är fråga om ett förvaltande bolag eller om en aktieägare med annan position än företagsledarens hör en prövning av löneförmånerna till ordningen. Och sparar beskattade vinstmedel inom ett familjebolag, kan den omständigheten, att en enkelbeskattad överföring till aktieägaren hade varit ett möjligt alternativ, inte åberopas för fritagande av bolaget från den utskiftningsskatteskuld eller aktieägarna från den skyldighet att skatta för utdelning, som kan inträda i och med att medlen sedermera förs över från bolaget till aktieägarna.

Det grundläggande bekymret med en differentierad bolagsskatt kan härledas ur synen på bolagsskatten som en skatt på bolagen som sådana. Redan när man i Sverige 1910 avskaffade den begränsade avdragsrätten för utdelning gav detta uttryck för en sådan attityd. Argumentet var den gången, som vi tidigare funnit, att ett oförändrat totalt uttag av bolagsskatt skulle förutsätta en avskräckande hög skattesats, om skatten endast lades på den outdelade vinsten.

Nära sammanhängande med detta argument är synpunkten, att en bolagsskattedifferentiering effektivt verkar som en straffskatt på de bolag, som av likviditetshänsyn har svårt att dela ut hela sin redovisade vinst — ett argument, som kan synas beaktansvärt från rättsvisesynpunkt åtminstone i de fall, där aktieägarnas marginalskatt på utdelning skulle varit lägre än bolagets. Till samma kategori hör också argumentet, att en avdragsrätt för utdelning blir av mindre värde, om vid en framtida utdelning av ackumulerad vinst rätten till avdrag inte fullt kan utnyttjas.

Synen på bolagsskatten som en skatt på bolagen som sådana har påverkat argumentationen kring den differentierade bolagsskatten också på ett annat sätt. Man har nämligen uppmärksammat skattens inverkan på bolagens inbördes konkurrensförhållanden och därvid kritiserat, att den differentierade skatten kan gynna ett bolag på ett annat bolags bekostnad, om det förra bolaget har aktieägare i förmånligare skatteposition. Ett bolag kan enligt denna åsikt under utnyttjande av den differentierade bolagsskatten lämna utdelning

till aktieägare, vilka genom att de är skattefria eller lågt beskattade är i stånd att återföra hela eller en väsentlig del av utdelningsinkomsten som tillskott till bolaget, medan bolag med högt beskattade aktieägare är hänvisade till den dyrbarare självfinansieringen.

Detta är naturligtvis inte något avgörande argument mot en differentierad bolagsskatt. Premissen för det argumentet är ju, att det är *bolagen*, som man vill ge möjligheter att konkurrera på lika villkor. Grundtanken bakom den differentierade bolagsskatten är emellertid en helt annan, nämligen att komma förbi vad som från aktieägarsynpunkt framstår som en dubbelbeskattning av aktiebolagsvinsterna. Det är alltså *aktieägarnas* direkta och indirekta investeringar, som man vill se behandlade, väl inte lika skilda aktieägare emellan, men såvitt möjligt efter samma normer som bestämmer beskattningen av den avkastning varje aktieägare kan få på direkta investeringar.

I denna grundtanke kan man inläsa syftet att låta de individuella skattedifferenser, som föreligger mellan aktieägare i olika inkomstskikt eller med olika skattestatus i övrigt, komma till uttryck även i beskattning av de inkomster, som aktiebolag tjänar in för deras räkning. Det kan emellertid tänkas, att just de olikheter i skattevillkor, som en enhetlig bolagsskatt tenderar att jämna ut men en differentierad bolagsskatt är ägnad att vidmakthålla, kan komma i ny belysning, om de får en så långtgående tillämpning som en differentierad bolagsskatt skulle ge dem. Man behöver bara tänka på vad en differentierad bolagsskatt skulle betyda för möjligheterna att utöva ekonomiskt inflytande via skattefria allmännyttiga stiftelser, och detta särskilt i de fall, där det i normalfallen gällande kravet på väsentlig användning av avkastning i det skattefrihetsgrundande syftet mer eller mindre tillfälligt kan tänkas åsidosatt (jfr s. 130). Det kan också tänkas, att samma av konkurrenshänsyn betingade regler, som nu gäller för vissa av dessa skattefria subjekt och underkastar dem skatt för inkomst av rörelse, vid en genomförd differentierad bolagsskatt skulle anses tala för att de på motsvarande sätt gjordes skattskyldiga för inkomst av aktieutdelning.

Enligt *metod D* är det inte på bolagssidan utan på aktieägarsidan, som dubbelbeskattningens effekt tas bort. Metoden har praktiserats i England intill 1965, och den ligger till grund för den franska skattereform, som genomfördes samma år. Varken i den tidigare engelska lagstiftningen eller i den nu genomförda franska har man tagit steget fullt ut och tillgodoräknat aktieägarna all den skatt aktiebolaget betalat. I Frankrike är det hälften av bolagsskatten på utdelad vinst, som får gå i avräkning mot aktieägarnas inkomstskatt. I England utgick, jämsides med den proportionella income tax, vars belopp helt tillgodoräknades vederbörande aktieägare, en särskild profits tax, vilken mot slutet var proportionell och lika för all vinst, men dessförinnan periodvis hade utgått med en högre skattesats för utdelad än för outdelad vinst och därigenom i icke ringa utsträckning motverkat den lättnad i beskattningen av utdelad vinst, som huvudregeln medförde.

När denna typ av bolagsskatt i England ersattes med en bolagsskatt av mot-

svarande typ som den vi är vana vid i Sverige, var huvudargumentet självfinansieringsvänlighet. Vad man ville åstadkomma genom införandet av en lägre skattesats för hela vinsten i ett bolag, i stället för en differentierad skatt, högre för icke utdelad vinst, var billigare villkor för bolagens självfinansiering. I detta hänseende ansluter sig tankegången väl till den motsatta argumentation, som brukar anföras för en differentierad bolagsskatt, och som går ut på att man genom en sådan bör undvika ett konstlat förbilligande av kapitalet och i stället underkasta bolagsinvesteringarna »the test of the market». Man menade emellertid bland reformens kritiker, att resultatet inte nödvändigtvis borde verka till självfinansieringens förmån, eftersom de sämre skattevillkoren för utdelad vinst kunde innebära en ökad press på bolagens likviditet genom att göra det dyrbarare för dem att tillgodose aktieägarnas krav på en oförändrad nettoutdelning efter skatt.

I jämförelse med den nyss diskuterade metoden att differentiera bolagsskatten är det inte heller nödvändigtvis så, att den tidigare engelska metoden behöver betraktas som självfinansieringsvänligare. Visserligen framstår det från bolagets synpunkt som likgiltigt hur vinsten används, när det är på aktieägar-sidan kompensationen för dubbelbeskattningen äger rum. Men särskilt när man tillämpar metoden konsekvent på sådant sätt, att man ger lågt beskattade aktieägare möjlighet att få restitution, när deras marginals-katt på utdelning understiger bolagsskatten, kan det gott och väl tänkas att den psykologiska verkan går längre i utdelningsvänlig riktning vid metod D än vid metod C. Det beror alltsammans på i vilken utsträckning maktförhållandena inom bolaget tenderar att låta aktieägarhänsyn respektive hänsyn till bolaget dominera dess utdelningspolitik.

Den engelska reformen byggdes också på en annan kritik mot metod D, som har att göra med svårigheten att i fråga om ett visst utdelningsbelopp avgöra vilken skatt detta skall anses ha burit hos bolaget. Den praktiska regeln att låta det löpande årets skattesats vara avgörande kan betyda en överkompensation, som blir stötande särskilt när det blir frågan om restitution till aktieägare av en skatt, som bolaget de facto aldrig betalat. I och för sig skulle det vara lättare att råda bot på detta bekymmer vid tillämpning av metod C, eftersom vid denna metod en utdelning överstigande årsvinsten inte behövde ge upphov till skattelättnad, och om den konstruerades för att ge sådan lättnad i varje fall lättare än metod D skulle kunna ges en utformning som toge hänsyn till bolagsskattens förändringar.

De olika metoderna drar med sig olika konsekvenser beträffande reglerna för bolags skattefrihet för utdelning från andra bolag. Metoderna A och E skulle innebära en betydande förenkling i detta hänseende, medan däremot svårigheterna att finna en rimlig lösning på problemet vid metoden B visar hur orealistisk den är för andra än fåmansbolag.

Metoden C betyder att aktieutdelning från andra bolag måste beskattas som annan inkomst, med rätt till vanligt avdrag för utdelning. Den komplikation metoden för med sig i de länder, där den tillämpas bottnar i att den inte

gäller konsekvent. Beskattningen av aktiebolags mottagna utdelningar behöver bara motsvara skillnaden mellan skatten på utdelad och skatten på outdelad vinst, medan utdelning i övrigt kan gå fri från skatt enligt samma principer som normalt gäller för aktiebolags mottagna utdelningar. En alternativ lösning, som prövades i Tyskland det första år man där hade en differentierad bolagsskatt, innebär att man redan vid det utdelande bolagets taxering tar i beaktande huruvida utdelningen går till för utdelning skattefria bolag eller till andra mottagare, och tillämpar den lägre skatten bara för de sistnämnda. De praktiska komplikationerna hos denna metod visade sig emellertid så besvärliga att komma över, att man valde den motsatta vägen att lägga skatten hos mottagarna. I Sverige har man däremot, vad Annell-förordningen angår, valt en grovt schablonmässig differentiering mellan bolag i företrädesvis skattefria bolags ägo och andra bolag (7 § Annell-förordningen).

Den tidigare engelska metoden, slutligen, alltså metod D, ger, konsekvent genomförd, en enkel anpassning till principen att undvika kedjebeskattnings. Den beräknade inkomstskatten på ett bolags mottagna utdelning kommer ju precis att motsvara den bolagsskatt, som räknas det tillgodo enligt huvudregeln. Men naturligtvis hindrar detta inte, att särskilda regler måste bibehållas i samma mån som metoden endast partiellt lyfter av dubbelbeskattningen.

Vilkendera metoden man än väljer, saknas i princip anledning att bibehålla begränsningarna i ränteavdragsrätten. Det kan emellertid inskjutas, att det inte är alla lagstiftare, som anlagt denna synpunkt på frågan om relationerna mellan utdelningsskatt och ränteavdrag. Vi skall återkomma till en närmare diskussion av metod D i kapitel 7.

### *Normer för beräkning av dubbelbeskattnings verkningar*

Diskussionen om vilken reell innebörd dubbelbeskattnings egentligen har försvåras av att de teoretiska utgångspunkterna är så skiftande.

Redan oenigheten i incidensfrågan förefaller helt blockera möjligheterna att åstadkomma något slags samförstånd. Den som anser bolagsskatten i sin helhet övervältrad på konsumenterna av bolagens produkter kan ju inte rimligtvis vara tillgänglig för samma argument i frågan om dubbelbeskattnings som den, vars teoretiska utgångspunkt är att skatten enbart drabbar den vinst, som tillkommer bolagens aktieägare.

Även om man sätter sig över oenigheten i den frågan och tar den traditionella incidensteorin till utgångspunkt, är det inte säkert att man utan vidare kan finna en av alla initierade som riktig erkänd norm för beräkning av hur dubbelbeskattnings slår. I diagram 1 A demonstreras exempelvis skattebördans fördelning i ett fall, där aktiebolagsskatten antas vara 50 % och utdelningen utan att vara avdragsgill hos bolaget beskattas som inkomst hos aktieägarna. Läger man till den proportionella aktiebolagsskatten (linje 2) den progressiva inkomstskatten (linje 3) får man en total skattebelastning (linje 1), som vid jämförelse med skattebelastningen på annan inkomst för den enskilde innebär en större merbelastning, i % av den totala bolagsvinsten (linje 4), ju

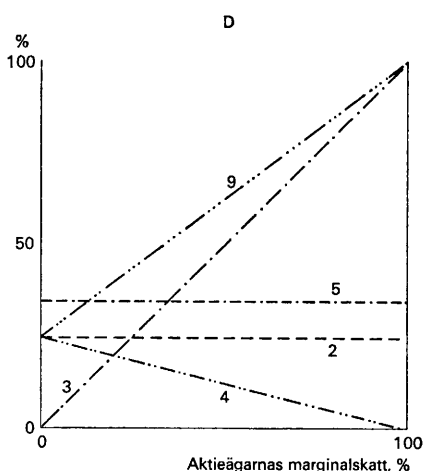
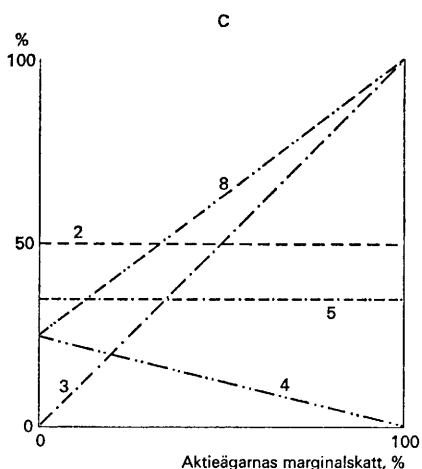
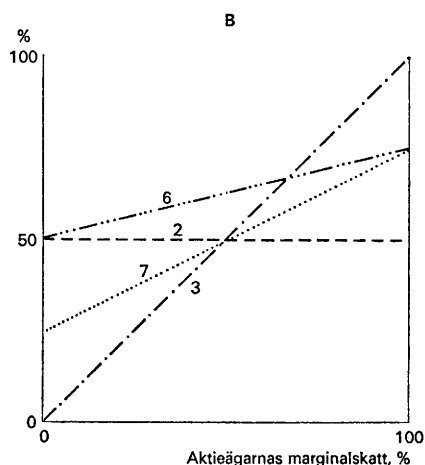
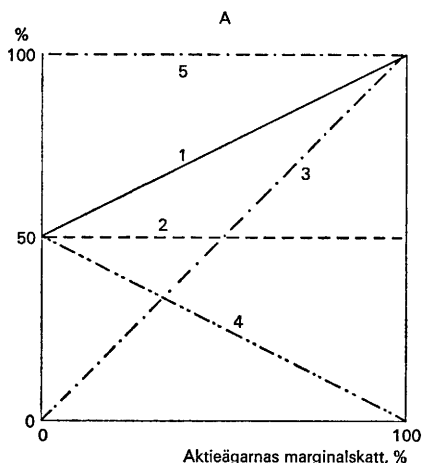


Diagram 1. Skattebelastningen vid olika typer av bolags- och utdelningsskatt.

1. Total skatt på utdelad vinst. 2. Bolagsskatt. 3. Progressiv inkomstskatt. 4. Merbelastning i procent av total bolagsvinst. 5. Merbelastning i procent av behållen utdelning efter skatt. 6. Total skatt på utdelad vinst, när den personliga inkomstskatten är uträknad på 50 procent av mottagna utdelningars belopp. 7. Total skatt på utdelad vinst, när den personliga inkomstskatten är reducerad med 50 procent av mottagna utdelningars belopp. 8. Total skatt på utdelad vinst, när den personliga inkomstskatten uträknas på utdelad vinst med 50 procents förhöjning och avdrag från skatten medges med 50 procent av mottagna utdelningars belopp. 9. Total skatt på utdelad vinst, när bolagsskatten sänkts till 25 procent på för utdelning disponerad vinst.

lägre den personliga inkomstskattesatsen är. En jämförelse med utgångspunkt från behållen utdelning efter skatt ger däremot till resultat, att merbelastningen är densamma eller 100 % i alla lägen (linje 5). Beroende på vilken värdering man har av de båda utgångspunkterna för jämförelsen kan man alltså säga, att dubbelbeskattningen verkar regressivt eller proportionellt. Skillnaden mellan de båda betraktelsesätten kan möjligen uttryckas så, att man vid en

behandling av aktiebolag och aktieägare som en enhet bör finna merbelastningen regressivt fördelad, medan en klar distinktion mellan bolag och aktieägare låter merbelastningen — om man då alls vill tala om en sådan — framstå som en proportionell reduktion av aktieägarens nettoinkomst av sin placering.

Naturligtvis kan man komplicera en framställning av detta slag ytterligare genom att räkna med att aktieägarnas marginalskaatteläge påverkas av bolagsutdelningens storlek. Om man finner, att en aktieägare skulle få högre marginalskaatt genom att beskattas för hela den på honom belöpande delen av bolagsvinsten i stället för som nu bara för vad som återstår därav netto efter bolagsskaatt, kan det sägas, att merbelastningen överskattas genom det valda framställningssättet.

Det är också rimligt att diskutera, om det verkligen finns en hållbar grund för det beräkningssätt, som utgår från nettobehållningen efter skaatt. Det är ju inte brukligt att använda ett sådant beräkningssätt för skaattebelastningen i allmänhet. Presenterad i procent av inkomsten netto efter skaatt ser även en ganska oskyldig progressiv tariff förskräckande hög ut. Å andra sidan finns det naturligtvis ingen anledning att tabubelägga en sådan beräkningsgrund, som särskilt i de högsta progressionsskikten stundom kan vara helt nödvändig för att åstadkomma ett rimligt resultat.<sup>1</sup>

I den amerikanska diskussionen om bolagsbeskaattningens utformning kan man märka, hur de båda attityderna till sättet att mäta merbelastningen leder till helt olika förslag. De som finner merbelastningen regressiv, är naturligt nog mera benägna att introducera skaattelättnader av ett slag som helt eller delvis kompenserar detta, t. ex. skaattefrihet för utdelningsinkomst upp till ett visst maximum e. d. De som finner merbelastningen vara proportionellt fördelad är däremot mera benägna för generella lättnader. Om det slutligen finns några, som anser endast den personliga inkomstskaatten på utdelning konstituera en merbelastning, torde denna i så fall befinnas progressivt fördelad efter aktieägarnas inkomst.

Vill man lätta dubbelbeskaattningen genom åtgärder riktade mot aktieägar- sidan, kan det ske genom att aktieutdelningarna helt eller delvis fritas från personlig inkomstskaatt. I diagram 1 B visas effekten av en regel, enligt vilken den personliga inkomstskaatten på bolagsutdelning beräknas på 50 % av utdelningsbeloppet (linje 6). Med den ordningen står merbelastningen kvar för de lågt marginalbeskaattade aktieägarnas del men förbyts i en mindre belastning för dem med hög marginalskaatt (över 66 2/3 %). Om reduktionen i stället ges formen av ett avdrag från skaatten med 50 % av utdelningsbeloppet mildras denna

<sup>1</sup> Förhållandet illustreras i den svenska beskaattningsrätten genom maximigränserna för den statliga inkomstskaatten. En höjning av uttagsprocenten, dvs. av det statliga skaatteuttaget i förhållande till det i inkomstskaatteförordningen stadgade grundbeloppet, får inte bringa upp statsskaatteuttaget i något skikt över 70 %, vilket egentligen bara är ett sätt att uttrycka att en procentuell höjning av skaatten slår oproportionerligt hårt mot det lilla som är kvar, när skaatten redan förut är hög. Är skaatten så hög som 91 % betyder en 10 %-ig skaattehöjning, att ingen inkomst blir kvar, ett resultat, som sannolikt känns hårdare för den drabbade än t. ex. höjningen av skaatten i ett lägre skikt från 10 till 11 %.

effekt (linje 7), men fortfarande blir resultatet en merbelastning för aktieägare med marginals katt under 50 % och en mindrebelastning för dem i högre skikt.

För att en lättnad av detta slag skall få verka även för skattskyldiga med låg eller ingen marginals katt krävs att man ger den formen av en direkt restitution av skatt. Så långt har man inte sträckt sig i USA, där metoden med avdrag från skatten tillämpats i viss omfattning. Det är också tveksamt om det är motiverat att utsträcka den skattefrihet, som hos oss främst är aktuell för aktieägare av kategorin allmännyttiga stiftelser och fonder, till för deras räkning intjänade bolagsvinster. Det vore närmast till dem en restitution skulle kunna tänkas gå.

I diagram 1 C visas en annan metod, ovan kallad metod D, som går ut på att lätta merbelastningen lika mycket för alla grupper. Den bygger på idén att medge avräkning från skatten, men för att undvika en överkompensation räknas skatten ut på ett belopp, så mycket högre än utdelningens verkliga belopp, att förhöjningen och lättnaden precis kompenserar varandra vid skattesatsen 100 %. Medges avräkning från skatten med 50 % av mottagen utdelnings belopp, är det alltså indicerat att höja utdelningsbeloppen vid skatteuträkningen med 50 %. I princip fungerar det 1965 införda, franska systemet på det sättet.

Det resultat man därmed uppnår sammanfaller i princip med det man får om man i stället placerar skattelättnaden hos det utdelade bolaget. I diagram 1 D visas läget efter en sänkning av bolagsskatten till 25 %, räknat på den vinst, som netto efter skatt disponeras för utdelning, med andra ord med det tyska systemet för differentierad bolagsskatt, fast med skattesatsen annorlunda uttryckt.

Det kan förefalla enklare att välja denna sistnämnda metod för att ge den lättnad i dubbelbeskattningen man eftersträvar. Men det kan, som berörts tidigare, inte uteslutas, att verkligheten är mera komplicerad än dessa diagram kan klarlägga, och att det är på aktieägarsidan man kan företa de mest rationellt utformade lättnaderna. En inriktning på aktieägarsidan skulle bl. a. medföra den fördelen, att skattelindringen inte behövde medges generellt i fråga om alla för sina aktieutdelningar skattefria subjekt. Man skulle t. ex. kunna göra undantag för de skattefria fonderna och för vissa genom dubbelbeskattningsavtal skattefria eller endast lågt kupongbeskattade utländska ägare till svenska aktier. Det skulle också vara en viss fördel att lättnaderna inte behövde bli beroende av att utdelningen ryms inom utdelningsårets redovisade, skattepliktiga vinst.

Det är emellertid klart att vilken form av lättnad man vill välja främst måste dikteras av vilka grupper man önskar ge en lindring. Motiven kan här skifta. Det kan anses önskvärt att främja aktiesparandet särskilt inom vissa grupper, liksom man kan tänka sig att en lättnad vidtagen för att främja aktiesparandet ges en mera inskränkt tillämpning därför att man värjer sig för den fördelningseffekt med gynnande av högre inkomsttagare, som den kan få i generell utformning. Men anlägger man uteslutande likformighetssynpunk-

ten blir det naturligt att gå in för åtgärder utformade så att vad vi här kallat »merbelastning» mildras eller undanröjs. Frågan är bara hur man vill mäta merbelastningen. Är det rimligt att utgå från den sammanlagda belastningen av aktiebolag och aktieägare, när man vet så litet om vem som betalar skatten? Och är den merbelastning, som mäts med utgångspunkt från den progressiva tariffen för inkomstskatten, en skälig norm även för lättnaderna i dubbelbeskattningen, om man har att räkna med att den outdelade vinsten underkastas en annan typ av beskattning, ägnad att ställa dem relativt förmånligare, som befinner sig i högre inkomstskikt? Är det inte rimligt att tänka sig att normer för lindring av dubbelbeskattningen utformas med utgångspunkt i en total-syn på bolagsvinstens beskattning, där även behandlingen av outdelad vinst kommer in som ett modifierande inslag?

Även om man skulle komma fram till en plausibel norm för hur dubbelbeskattningen borde kompenseras på längre sikt, är detta inte liktydigt med vad man från rättvis- eller likformighetssynpunkt kunde tänkas böra förorda som omedelbar reform. Det är rimligt att utgå från att en betydande del av dem, som i ett visst ögonblick äger aktier, har förvärvat dessa under skatteförhållanden i princip likartade med dem, som nu råder. I den mån dessa skatteregler har tryckt kurserna, har detta inneburit en kapitalisering av den framtida dubbelbeskattningsbördan. Det betyder med andra ord att dubbelbeskattningen av utdelad bolagsvinst i dessa fall — om kapitaliseringen varit fullständig — inte innebär någon reduktion av den förräntning på verkligen investerat kapital berörda aktieägare kan tillgodogöra sig, i förhållande till den avkastning de skulle fått, om aktievinsterna inte dubbelbeskattats men aktiekurserna varit i motsvarande mån högre när de gjort sina placeringar.

Vi skulle alltså i detta sammanhang kunna tala om ytterligare en norm för bedömningen av dubbelbeskattningens verkningar, nämligen dubbelbeskattningens verkan för den placerare, som vid sitt förvärv av aktier genom kapitalisering i kursen redan helt eller delvis kompenserats för dubbelbeskattningen. Det säger sig självt, att ju oenhetligare merbelastningen genom aktievinsternas dubbelbeskattning verkar, desto sannolikare är det att kapitaliseringen i kurserna är ofullständig. Den »kursuppdrivande» effekt som det i olika sammanhang — särskilt i samband med att Annell-förordningen kom till — sagts, att aktiebolags skattefrihet för utdelning har, och, mera generellt uttryckt, det stöd åt aktiekurserna, som möjligheterna till olika former av Lundin-transaktioner kan innebära, bör betyda att kapitaliseringen av bolagsskatten blir ofullständig. Förekomsten av alternativa placeringsmöjligheter utanför aktiebolagssektorn kan å andra sidan innebära inte bara att medeltillförseln till denna sektor begränsas och därmed en viss långsiktig övervältringseffekt i priserna på »aktiebolagsprodukter» inträder, utan också att kapitaliseringen av dubbelbeskattningen i kurserna blir effektivare än om aktieplaceringarna reagerar på en bolagsskattehöjning genom att sänka sina förräntningsanspråk i motsvarande grad.

# Kapitalvinstbeskattningen beträffande aktier

## GÄLLANDE SVENSK RÄTT

Den svenska beskattningen av vinst vid avyttring av aktier är sedan den 1 juli 1966 gestaltad enligt tre olika principer. Beträffande *yrkesmässig* avyttring av aktier gäller för det första samma regler som för vilken som helst annan yrkesmässig försäljning, nämligen att vinsten därav beskattas. I fråga om aktieaffärer är man i praxis obenägen att anta att yrkesmässig verksamhet föreligger. En klar skillnad råder exempelvis mellan det krav på antalet transaktioner, som uppställs för att aktieförsäljningar skall anses yrkesmässiga, och det motsvarande, mycket lägre kravet på antalet tomtaffärer för att yrkesmässig jordstyckningsrörelse skall bedömas föreligga. En särskild anledning till restriktiviteten i bedömningen av aktieaffärerna kan möjligen vara, att den som gör affärer i aktier — om han inte är fondmäklare och som sådan klart faller inom den yrkesmässiga kategorin — i allmänhet anlitar mäklare och inte direkt gör sina affärer med allmänheten.

För det andra tillämpas i fråga om vad lagstiftaren betraktat som icke yrkesmässiga *spekulationsvinster* en traditionell gränsdragning, som går ut på att vinst vid icke yrkesmässig avyttring av egendom (realisationsvinst) skall beskattas, om egendomen förvärvats genom köp, byte eller därmed jämförligt fång, och om avyttringen — vad lös egendom angår — sker inom fem år från förvärvet. Eftersom tidsfristerna tillkommit för att skilja ut placerare med spekulationssyfte från sådana med rent placeringssyfte, har det ansetts motiverat att undanta vinster vid tvångsavyttring från realisationsvinstreglerna. Tiden för innehavet kan ju i sådana fall inte ens presumeras säga något om syftet.<sup>1</sup> Tvångsavyttring i fråga om aktier har ansetts föreligga t. ex. vid inlösen av en minoritetspost jämlikt 174 § 2 mom. och 223 § 2 mom. ABL. De särskilda reglerna mot kringgående av bestämmelserna genom gåvor mellan makar och

<sup>1</sup> För säkerhets skull gäller en säkert mycket sällan tillämpad regel, enligt vilken skattepliktig realisationsvinst anses föreligga även vid tvångsavyttring, om det kan antas att avyttringen skulle ägt rum även om tvång inte förelägit.

släktingar har 1966 utvidgats för aktiernas del därhän, att man beträffande aktier och likställda tillgångar, förvärvade genom arv, gåva, bodelning etc., går tillbaka till senaste onerösa fång, alltså senaste förvärv genom köp, byte etc. Femårsregeln mjukas upp genom en avtrappning av den skattepliktiga vinsten på sådant sätt, att två-årigt men icke tre-årigt innehav medför att endast 75 % av vinsten beskattas, tre-årigt men inte fyra-årigt innehav att 50 % beskattas osv. Förluster av realisationsförlusts karaktär är avdragsgilla endast om och i den mån motsvarande vinst skulle varit skattepliktig enligt dessa regler. De får dras av endast mot realisationsvinster, häri inberäknat de långa aktievinster som strax skall beröras.

Förlust på aktier ingående i varulager i rörelse får naturligtvis alltid dras av. I vissa fall kan det också tänkas att förlust på aktier betraktas som driftförlust i rörelse, även om aktierna inte utgör varulager. Det kan förekomma t. ex. när aktierna förvärvats som likvid för varufordran eller när det gäller aktier i dotterbolag. Det är således inte uteslutet, men väl ganska sällsynt, att mot behandling som icke yrkesmässig<sup>1</sup> aktievinst, om aktierna säljs med vinst, står en oinskränkt avdragsrätt som för rörelseförlust, om försäljningen går dåligt. Vi skall senare återkomma till de speciella förutsättningarna för den kombinationen.

Som den tredje behandlingsformen kan sedan ikraftträdandet av 1966 års lagstiftning nämnas beskattningen av *långa aktievinster*. Fortfarande är det liksom beträffande realisationsvinster av traditionell typ frågan om icke yrkesmässig försäljning. Nyheten är, att syftet att enbart träffa spekulationsvinsterna har uppgivits. Det gäller alltså inte längre någon begränsning till vissa fång eller viss innehavstid, inte heller någon skattefrihet vid tvångsavyttring.

Aktievinstutredningens förslag (SOU 1965:72) hade blivit hårt kritiserat av remissinstanserna, bl. a. med hänvisning till de svårigheter en vinstberäkning skulle möta vid långa innehav. Hänsyn härtill togs i propositionen (prop. 90/1966) i den formen, att man så gott som helt gav upp ambitionen att beskatta den verkliga vinsten. Den hybridform av stämpelavgift och vinstskatt, som nu genomförts, innebär, att ett schablonmässigt beräknat belopp motsvarande 10 % av erhållen nettolikvid vid avyttring av aktier beskattas som inkomst, under förutsättning att det inte framstår som sannolikt, att den verkliga vinsten icke överstiger 5 % av vad som erhållits. Resultatet blir att beskattningen i förhållande till vinsten blir högre, ju lägre vinsten är i förhållande till anskaffningskostnaden, förutsatt dock att vinsten inte är lika med eller understiger 5 % av vad den skattskyldige erhåller för aktierna.<sup>1</sup>

Enligt samma regler behandlas tvångsavyttringar. Vid tvångsavyttring efter mindre än fem år kan dock de för vanliga korta vinster gällande reglerna väljas.

<sup>1</sup> I bestämmelsen har 5 %-gränsen satts till 5 % av »vad den skattskyldige erhåller för egendomen», medan 10 %-schablonen räknas på »vad han erhåller för egendomen efter avdrag för kostnad för avyttringen». Om denna bristande överensstämmelse har någon mening, måste den innebära, att vinst kan bli skattefri även om den uppgår till något mer än 5 % av det belopp, på vilket 10 %-schablonen beräknas.

Med aktie likställs andel i aktiefond, fondandel eller teckningsrätt till aktie, andel i ekonomisk förening, handelsbolag eller kommanditbolag och jämförlig egendom, dock inte aktier respektive andelar i s. k. »ähta» bostadsaktiebolag eller bostadsföreningar.

Förlust på aktier avyttrade mer än fem år efter senaste onerösa fång kan inte leda till avdrag. Däremot kan realisationsförluster av annat slag dras av även från schablonmässigt beräknad aktievinst.

## NÅGOT OM LAGSTIFTNINGENS MOTIV

Kapitalvinstbeskattningen i fråga om aktier har, som antytts, sitt ursprung i tanken att med beskattningen träffa inkomst av spekulativ verksamhet. Vid utformningen av realisationsvinstreglerna har man ursprungligen försökt dra gränsen för det skattepliktiga området så, att vad de skattskyldiga uppfattat som allenast en förmögenhetsomplacering skall vara skattefritt, medan inkomstbeskattningen drabbar den i vinstsyfte bedrivna spekulationen.

Det går självfallet att i denna lagstiftning se utslaget av en mot spekulativen som sådan fientlig inställning. Men säkerligen är det riktigare att i stället betrakta den som en logisk konsekvens av den grundtanke som ligger bakom vår inkomstbeskattning, nämligen att under inkomstbegreppet hör allenast avkastningen av en förvärvskälla, medan vinst och förlust vid omplacering berör förvärvskällan själv, inte inkomsten. Den spekulativa verksamheten är här att betrakta som en sådan på förvärv inriktad aktivitet, vars avkastning bör beskattas som inkomst. Svårigheterna att göra en praktiskt tillämplig distinktion mellan spekulations- och omplaceringsvinster med utgångspunkt från det subjektiva syftet har lett fram till den nuvarande stela regeln, en »*praesumptio juris et de jure*», om man så vill en rättslig fiktion, mot vilken ingen bevisning om att syftet med en placering icke varit spekulativt kan åberopas.

Femårsregeln har kritiserats både av sådana, som funnit den för hård och velat se realisationsvinstbeskattningen lättad eller upphävd, och sådana, som ansett en mera vittgående beskattning önskvärd. Stundom har de kritiska synpunkterna förenats till en slutsats, nämligen att femårsregeln från alla synpunkter varit olycklig och att en förbättring skulle stå att vinna både med en förlängning och en förkortning.

De kritiker, som velat få perioden förlängd, har haft mest framgång. Huvudmotivet för en »evig» aktievinstbeskattning har grundats på en annan uppfattning i fråga om själva inkomstbegreppet än den, varåt vår traditionella lagstiftning ger uttryck. Med ett *förmögenhetsvinstbegrepp*, enligt vilket den skattepliktiga inkomsten bör innefatta all realiserad förmögenhetsökning, framstår femårsregeln som ett privilegium för dem, som kan vänta fem år och sedan göra stora skattefria vinster. Utgår man från ett sådant begrepp, ser man inte något hinder för beskattning i det förhållande, att den löpande avkastningen kanske är densamma efter en omplacering, eller att en kapitalvinst i national-

inkomsthänseende inte betraktas som verklig inkomst. Det avgörande är den skattskyldiges subjektiva situation, och närmare bestämt hans konsumtionspotential. Har hans förmögenhet ökat i värde, har också hans konsumtionsmöjligheter ökat och därigenom hans subjektiva skatteförmåga.

I samband med att aktievinstutredningen tillsattes framhövdes inte bara att aktieplaceringarna under en följd av år kunnat rosa marknaden, utan att femårsregeln i dittillsvarande form möjligen bidragit till en konstlad kursstegring genom att »låsa» placeringarna vid aktier som stigit i kurs. Utredningsförslaget tog fasta på dessa effekter i den formen, att femårsperioden föreslogs förkortad till två år, efter vilken tid endast 30 % av vinsten skulle beskattas. I propositionen ledde emellertid den angivna motiveringen för en reform inte till motsvarande åtgärder, utan femårsperioden bibehölls. Möjligen skulle man ha kunnat se ett hänsynstagande till låsningseffekten däri, att den fullständiga skattefriheten efter mer än fem års innehav blev avskaffad. Men var så förhållandet, blev detta i varje fall inte framställt som något huvudmotiv.

En annan punkt, där låsningseffekten likaledes kan tänkas ha vunnit beaktande, gäller skattens gestaltning i samband med arv eller gåva. Det lär visserligen främst ha varit de fiskaliska skälen, som varit avgörande, när arvsrespektive gåvotagare enligt de nya reglerna generellt satts i samma skattsituation som fångesmannen. Men man kan också — och detta särskilt med utgångspunkt från de amerikanska erfarenheterna av en sådan regel — göra gällande, att det skulle betyda en låsningseffekt, om man läte arvtagare utgå från den ärvda egendomens värde vid dödsfallet som anskaffningsvärde, utan att samtidigt dödsboet beskattades för den fram till detta datum upplupna, orealiserade vinsten. Det senare vore naturligtvis också en tänkbar lösning, men den har hos oss ansetts utgöra en alltför stark likviditetsbelastning på dödsbon.

Det mest radikala ingreppet mot låsningseffekten skulle enligt en utbredd uppfattning vara att avstå från kravet på att vinst skall vara realiserad för att beskattas. Om man betraktar den betydande skillnaden i verklig skattebelastning — tidsfaktorn inräknad — mellan en värdestegring uppnådd på en given placering under en lång period och motsvarande värdestegring uppnådd genom upprepade omplaceringar, står det klart, att aktievinstskatten, även om den görs evig, till väsentlig del kan te sig som en skatt på realisationen som sådan snarare än på den värdestegring, som realiseras.

Ett botemedel kan här i princip vara att låta konsumtionen av vinsten snarare än realisationen av den vara avgörande för när beskattning inträder. Med andra ord skulle man tillåta skattefri omplacering på samma sätt som man t. ex. beträffande rörelseinventarier bl. a. genom nettometoden tillåter att en dold reserv förs vidare vid byte av inventarier. Lagstiftaren har emellertid avvisat denna metod, låt vara med en minst sagt knapphändig motivering (prop. 90/1966, s. 113). Skall man gå till det verkliga skälet — jämte det fiskaliska — kan det möjligen vara, att beskattningen allenast av andra vinster än omplaceringsvinster skulle få sin tyngd nedåt. Det kan ju antas vara aktie-

ägare med ekonomiska bekymmer som i första hand säljer för att konsumera likviden. Vill man vara cynisk skulle man möjligen kunna anmärka, att det erfarenhetsmässigt visat sig lättare att vinna lagstiftares och skattedomstolars förståelse för motsvarande synpunkter, när det i ett system som tillåter avdrag för kapitalförluster varit frågan om att avstyra erhållandet av avdragsgilla förluster, realiserade genom omplacering i samma eller likartade papper (s. k. wash sales), än när det gällt uppskov med skatt.

Finner man en modifikation av realisationskravet i mildrande riktning olämplig, är det därmed inte sagt att en skatt på orealiserad vinst skulle vara ett bättre alternativ. Från lagstiftarens sida har det avvisats med motiveringen att beskattningen i princip inte bör ske förrän genom avyttring medel för skattens erläggande blivit disponibla (prop. 90/1966, s. 104). Till denna synpunkt kommer de tekniska svårigheterna. En skatt lagd på differensen mellan två olika värden blir beroende av att dessa värden är uppskattade med tillbörlig exakthet. Detta kan inte sägas vara förhållandet med de icke börsnoterade aktierna. Det är inte ens med nödvändighet fallet med sådana aktier som är börsnoterade. En skatt av någon betydelse, lagd på orealiserad vinst, kan betyda en likviditetspåfrestning för ägarna och tvinga fram avyttringar, som i sin tur reducerar den redan beskattade kursstegringen. Det har emellertid häremot framhållits, att även en mycket låg skatt på orealiserad värdestegring är tillräcklig för att statsfinansiellt ge samma resultat som en mångdubbel högre skatt på realiserad vinst, och att de tekniska svagheter hos skatten får mindre vikt, ju lägre den är. (Jfr Hållsten [1965] och Mutén [1965].)

Beträffande skattens höjd har låsningseffekten återigen spelat en betydande roll för skattens utformning. Inte i något land synes fysiska personers långa kapitalvinster vara underkastade samma progressiva skatt som ordinarie inkomst.

Det kan visserligen finnas andra skäl än låsningseffekten för att göra vinstskatten lägre än skatten på vanlig inkomst. Samma motiv som talar för särskild skattebehandling av ackumulerad inkomst har exempelvis åberopats i detta sammanhang som stöd för en lägre skattesats för kapitalvinst. Det är emellertid uppenbart, att en aktieägare, vars inkomst hela tiden för innehavet legat på den nivå, att hans marginalskaft varit maximal, inte kan åberopa några utjämnings-synpunkter till förmån för en reduktion av just kapitalvinstskatten.

Det har också gjorts gällande, att reduktionen av den skattepliktiga delen av en realisationsvinst skulle vara motiverad på den grunden, att särskilt de långa vinsterna kan innehålla ett inflationsbetingat element, som knappast motiverar beskattning i samma utsträckning som reella vinster. På den punkten är de teoretiska motsättningarna betydande. Värdesäkringskommitténs betänkande (särskilt *SOU* 1964:2, s. 201–273, 397–475) visar tydligt problemets komplicerade karaktär. Slagordsmässigt är det möjligt att samla några av de viktigaste punkter som brukar anföras för och emot en valoristisk beskattning som med andra ord tar hänsyn till penningvärdeförändringarna på följande sätt.

För en beskattning av inflationsvinsterna talar bl. a. formaljuridiskt, att penningenheten generellt i rättslivet används som värdeenheter under upprätthållande av fiktionen att en krona är en krona; realekonomiskt, att mot en tillgång, som nominellt stiger i värde, ofta står en nominell skuld, vars reella värde minskar, varför gäldenärsvinster bör te sig som angelägna skatteobjekt, om en valoristisk beskattning skall införas; från rättvisesynpunkt, att de som haft tillgångar placerade i realvärden i alla fall njutit en bättre lott än nominalplaceringarna, och att man därför bör finna det angelägnare att lätta de senares lott genom skatteavdrag än att enbart låta realplaceringarna slippa undan skatt för sin vinst; bokföringstekniskt, att hänsyn till penningvärdet åtminstone vid *fallande* prisnivå omöjliggör en överensstämmelse mellan skattebokföring och handelsbokföring; skattetekniskt, att det ter sig utomordentligt komplicerat att finna en i varje sammanhang lämplig index och att applicera denna på ingångsvärdena på ett tillfredsställande sätt; samt finanspolitiskt, att den gynnsamma inflationsautomatiken, den inbyggda stabilisatoreffekten vid givna statsutgifter effektivteras genom nominalvinsters beskattning.

För en valoristisk beskattning talar bl. a. formaljuridiskt, att lagstiftaren i flera andra sammanhang, t. ex. beträffande allmän försäkring, underhållsbidrag och expropriationsersättningar, beaktat inflationsutvecklingen; realekonomiskt, att nominella skulder vid allmän inflationsförväntan får betalas med en ränta, tillräckligt hög att göra gäldenärsvinster om intet; från rättvisesynpunkt, att nominalplaceringarna, om de inte anses tillräckligt kompenserade genom höga räntor, bör få sina problem beaktade vid beskattningen i stället för att enbart användas som argument mot en valoristisk beskattning av realplaceringarnas vinster; bokföringstekniskt, att godkännandet av valoristiska beskattningsprinciper skulle underlätta en mera rättvisande resultatsredovisning; skattetekniskt, att grova schablonlösningar i varje fall skulle te sig bättre än inget hänsynstagande alls till inflationen; samt finanspolitiskt, att inflationsautomatiken både kan vara en farlig stimulans till expanderande statsutgifter som kan kritiseras från allokeringssynpunkt och som i ett inflationsläge kan uppfattas som olycklig, och bidra till en skärpning av låsningseffekterna just i ett marknadsläge där ökad rörlighet skulle kunna dämpa inflationstrycket.

Det är mot bakgrunden av denna långt ifrån fullständiga argumentsamling kanske inte överraskande att konstatera, att de hänsyn till inflationen, som oftast möter i skattelagar i med vårt jämförbara länder, i huvudsak inskränker sig till en viss varsamhet, när det gäller att utsträcka inkomstbegreppet över områden, där inflationsvinsterna kan förväntas spela en relativ roll. Markvinstbeskattningen, införd 1967, innebär med sin indexreglering av ingångsvärdena en principiell nyhet för Sveriges del. Det har mot aktievinstbeskattningen i den schablonmässiga utformning den fått i Sverige anmärkts, att den just i detta hänseende snarast fått en motsatt utformning. Genom att den skattepliktiga vinsten utgör en större del av den verkliga, ju mindre denna är, har man nämligen uppnått, att en aktievinst, som uteslutande är nominell, normalt blir högre beskattad än en över samma period upplupen vinst, tillräckligt stor

för att därutöver innehålla ett reellt element. Undantag från denna regel erbjuds endast när 5 %-klausulen blir tillämplig. Eftersom det gäller vinster över en period om fem år eller längre, är detta inte något tillnärmelsevis tillräckligt skydd mot beskattning av rent nominella vinster.

När aktievinstutredningens förslag framlades, innehöll det för långa aktievinster en alternativlösning, som gick ut på att antingen 30 % av den verkliga vinsten eller 10 % av vad som erhållits för aktierna skulle beskattas som inkomst. Det senare alternativet skulle väljas på den skattskyldiges begäran eller i fall av utredningssvårigheter. Den betydande kritik som framställdes mot förslaget till evig beskattning under hänvisning till utredningssvårigheterna, besvarades i propositionen genom förslaget att göra 10 %-regeln obligatorisk. Dessutom infördes den ytterligare förenklingen, att av den skattepliktiga delen av långa aktievinster årligen ett belopp om 500 kronor lämnades skattefritt, vilken regel bl. a. framhölls som ägnad att underlätta behandlingen av udda innehav t. ex. vid fond- och nyemission.

I diskussionen kring aktievinstbeskattningen har framhållits önskvärdheten av en samordning med andra typer av beskattning. Det har exempelvis varit vanligt att betrakta förmögenhetsbeskattningen som en praktisk ersättning för en kapitalvinstbeskattning. Mot detta resonemang har visserligen kunnat invändas, att det går att göra kapitalvinster utan att själv ha nettoförmögenhet, och att dessutom möjligheterna att teoretiskt göra kapitalvinster är en ringa hugnad för den förmögenhetsägare, som i stället förlorat pengar och likväl får betala förmögenhetsskatt. Men även om förmögenhetsskatten alltså inte har varit den idealiska ersättningen för en kapitalvinstskatt, har det kunnat te sig naturligt att ta den till diskussion i samband med att förutsättningarna för att kunna göra skattefria kapitalvinster ändrats. Så har emellertid inte skett.

På motsvarande sätt har fondstämpeln fortsatta existens satts i fråga i samband med att aktievinstskatten införts. Genomförandet fr. o. m. 1968 av en utvidgad markvinstbeskattning — med indexreglerade ingångsvärden — har aktualiserat ytterligare ett viktigt samordningsproblem. Utredning härom har aviserats.

Det väsentligaste samordningsproblemet är emellertid det som har att göra med bolagsbeskattningen. Det gäller härvid både samordningen mellan aktievinstskatt och inkomstskatt på aktiebolag, och samordningen mellan utskiftningsskatten och aktievinstskatten. Det är dessa frågor vi nu skall granska något närmare.

## SAMORDNINGEN MELLAN AKTIEVINSTSKATT OCH BOLAGSSKATT

### *Aktievinsternas ursprung*

För att förklara en förändring i kursvärdet på en aktie kan man schematiskt urskilja åtminstone sex faktorer. Den *första* av dessa kan i princip betraktas som generellt giltig för alla slags placeringar: det är ränteläget. Det är ett traditionellt argument i debatten om kapitalvinster att ta fasta på just räntan

och hävda, att en kapitalvinst, uppkommen genom att räntan sjunker, i själva verket inte är någon verklig vinst, eftersom den avkastning kapitalets ägare får är oförändrad. Men argumentet är knutet till en förutsättning, som inte alltid är uppfyllt, nämligen att det är från den löpande avkastningens synpunkt och inte från synpunkten av de konsumtionsmöjligheter den realiserade vinsten erbjuder, som affären skall värderas.

Besläktad med denna generella räntepåverkan på kurserna är den *andra* faktorn, det inflytande på kursutvecklingen, som marknadens skiftande avkastningsanspråk på just aktier kan utöva. Kurserna kan sjunka, när aktieplaceringar anses riskabla, och stiga, när motsatsen är fallet. Tar man i betraktande att aktier i högre grad än obligationer ger förhoppningar om bibehållet realvärde vid inflation, är det uppenbart att nominalränteanspråket på aktieplaceringar kan fluktuera i högre grad än motsvarande anspråk på icke indexbundna obligationers nominella förräntning. Förväntar marknaden deflation bör ju förräntningsanspråket för aktieplaceringar mätt i nominella termer bli högre än för obligationer, medan vi i inflationstider vant oss vid att se en motsatt relation utvecklas på en rad av världens börser. I förhållande till aktier i allmänhet kan värderingen av ett enstaka papper förskjutas med hänsyn till olikartad riskbedömning just för den branschens eller det företags del. Man kan, om man så vill, uttrycka detta som ett riskränteanspråk.

Den *tredje* faktorn har med bolagsbeskattningen att göra. För den händelse skatten på bolagsvinst höjs, bör detta vid oförändrat förräntningsanspråk medföra sänkta aktiekurser, och vice versa. Möjligen skulle man här behöva göra reservationen, att om marknaden räknar med att den höjda skatten skall övervältras, reaktionen åtminstone i teorin helt eller delvis skulle kunna utebli.

Naturligtvis kan man tänka sig att förräntningsanspråket förändras samtidigt med skatteändringen. Om förräntningsanspråket för aktieägarnas del just är knutet endast till de avkastningsmöjligheter aktiemarknaden ger, vore det, om man förutsätter oförändrad sparbenägenhet hos aktieägarna, rimligt att räkna med att förräntningsanspråket skulle följa med aktieplaceringarnas räntabilitet netto efter skatt. Kursförskjutningar som följd av skatteförändringar skulle då inträda bara i de fall, då skatteändringen medförde att andra placeringsmöjligheter än de i aktier skulle komma att överta rollen som riktmarke för aktieplaceringarnas förräntningsanspråk.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Resonemanget kan också uttryckas på följande sätt:

Antag att aktieplaceringarna alla finner aktieplacering vara den gynnsammaste alternativa placeringsformen. Antag vidare, att nettosparandet i aktieplaceringgruppen håller sig konstant. Förändras skatten på bolagsvinster på sådant sätt, att aktiebolagens utdelningsmöjligheter — och deras möjligheter att ackumulera vinstmedel — reduceras, kan detta, om effekten är måttlig, under de antagna förutsättningarna tänkas få till följd, att aktieplaceringarnas förräntningsanspråk justeras ner så, att det blir tillgodosett trots oförändrade aktiekurser efter reformen. Men i samma mån som effekten av skatteändringen för nedräntabiliteten av en aktieplacering så långt, att ett annat placeringsalternativ framstår som räntablare för någon av de hittillsvarande aktieplaceringarna kommer skatteförändringen att påverka aktiekurserna nedåt.

En skattebetingad kursförändring bör självfallet bli beroende av skatteförändringens riktning och art liksom av karaktären hos de företag som drabbas. Värderingen av aktier i ett fåmansbolag, som inte redovisar någon vinst, bör exempelvis inte vara nämnvärt beroende av bolagsvinstskattens förändringar, om man kan räkna med att bolaget skall fortsätta att ta ut vinsten i form av lön till aktieägare-direktör. Värderingen av aktier i bolag, som — i den mån det ännu är möjligt — avyttras i transaktioner av Lundin-karaktär blir knappast heller avhängig av bolagsvinstskattens förändringar.<sup>1</sup> Däremot kan värderingen av aktier i bolag, som i anpassning till aktieägarintresset gått in för låg utdelning och ackumulation av vinsten, påverkas negativt av en skattehöjning som drabbar icke utdelad vinst, medan en förbättring av skattevillkoren för utdelad vinst kan påverka värderingen i gynnsam riktning för aktier i utdelande bolag.

Som en *fjärde* faktor tillkommer värderingen av det aktuella bolagets vinstmöjligheter. Det brukar sägas, att det avgörande vid aktievärdering inte är vad som hittills hänt utan vad man väntar sig av framtiden. I det sammanhanget är riskränteanspråket bara en av flera faktorer, vilkas förändringar kan leda till kursförskjutningar. Tekniska innovationer, förändrade marknadsförhållanden och konkurrensförhållanden samt ny ledning är faktorer som påverkar uppskattningen av de framtida vinster, på vilka kapitaliseringsfaktorn i fråga skall användas. I detta sammanhang är naturligtvis inflationsförväntningarna inte de minst betydelsefulla.

En *femte* typ av kursvariationer är börstekniskt betingad och utgör resultatet av värdepappersmarknadens ofullkomligheter. Ändrade förväntningar och förräntningsanspråk bör visserligen trendmässigt ge vissa utslag i noteringarna, men deras verkan kan skymmas undan av kortsiktiga börstekniska kursrörelser i motsatt riktning. En fungerande korttidsspekulation bör i princip vara ägnad att reducera dessa kursfluktuationer, på samma sätt som de låsningseffekter man talar om i samband med kapitalvinstbeskattningsfrågan kan vara ägnade att förvärpa dem.

Slutligen skall som den *sjätte* förklaringsgrunden för aktiekursförändringarna redovisas ackumulation inom bolagen. Det är självfallet en riktig invändning mot varje substansvärdering av ett bolags aktier, att det är de framtida vinsterna, som ger dem deras verkliga värde. Slaktvärdet är som regel helt ointressant. Om emellertid de framtida vinsterna kan påräknas bli större än tidigare års genom att bolagets vinster från tidigare år använts för räntabla investeringar, är det rimligt att räkna med att båda värdena utvecklas i samma riktning. Aktievärdet som förväntningsvärde bör ju, om bolaget gjort åtminstone genomsnittligt goda investeringar, återspegla den ökning av substansvärdet, som är följden av vinstnedplöjningen. Aktiekurstegring åstadkommen på detta sätt motsvarar i princip resultatet av ett sparande, som bolaget utfört för sina aktieägares räkning.

---

<sup>1</sup> Betr. Lundin-transaktionerna, jfr ovan kapitel 2, s. 35.

### *Skälen för och emot skatt på olika typer av aktievinster*

De traditionella argumenten för och emot en kapitalvinstbeskattning får olika betydelse, beroende på vilken av dessa olika kurspåverkande faktorer man har att göra med. Även den principiella synen på problemets karaktär kan skifta. Framför allt går skiljelinjen här mellan ett resonemang, enligt vilket aktieägarens situation betraktas som helt skild från bolagets, och en tankegång, enligt vilken man har att se aktieägarens förhållanden i samband med bolagets.

Om vi till en början accepterar synen att aktieägaren skall behandlas *utan samband med bolaget*, måste vi i princip finna samma argument för och emot en kapitalvinstbeskattning relevanta för aktier som för vilka som helst andra tillgångar (åtminstone om vi bortser från de samhällsekonomiska skäl, som talar för att hellre behandla aktieplaceringar mildare än frimärken och antikviteter i stället för som nu tvärtom). De förändringar i marknadens förräntningsanspråk, som aktiebörsen registrerar, kan likställas med förändringarna i ränteläget för fast förräntade papper. På samma sätt som gäller för kapitalvinster och kapitalförluster avseende obligationer, kan man i fråga om aktierna anse en kapitalvinstbeskattning berättigad eller oberättigad, beroende på vilken faktor man anser säger mest om den skattskyldiges skattekraft: avkastningsvärdet eller kapitalvärdet. Om sänkning av bolagsskatten höjer kursnivån, överensstämmer det med en traditionell syn på kapitalvinstskatteproblemet att anse vinsten tillräckligt beskattad genom att aktieägaren får betala inkomstskatt på de framtida, större utdelningarna. Med en motsatt syn i kapitalvinstskattefrågan kan man däremot anse det riktigt att den slyckovinst, som det här skulle bli frågan om, effektivt tas till beskattning redan om och när den realiserar i kapitalvinstens form. Motsvarande gäller den förbättrade avkastning ett bolag lovar i framtiden, antingen denna beror på förbättrade vinstutsikter på marknaden eller på avkastningen av det företagssparande, som kanske ägt rum på utdelningarnas bekostnad. Även de tekniskt betingade kursförskjutningarnas andel av uppkommande kapitalvinster eller kapitalförluster låter sig föras in under samma allmängiltiga resonemang för kapitalvinsternas behandling, fast man kanske här särskilt finner ett motiv för en beskattning av de kortsiktiga affärer, i vilkas resultat dessa fluktuationer kan förmodas representera en proportionsvis större andel.

Om vi däremot vill komma fram till en sådan *integrerad* lösning av aktievinstbeskattningens problem, som ger uttryck för ett *samband mellan bolagens och aktieägarnas beskattning*, måste synen på de olika typerna av aktievinster bli mera differentierad.

Fortfarande är det visserligen möjligt att betrakta sådana kapitalvinster på aktier, som är följden av räntenivåns förskjutningar eller av förändringar i marknadens riskränteanspråk beträffande vissa investeringar, enligt samma normer som kapitalvinster av vilket som helst annat slag. Möjligen kan så även sägas vara fallet med de kursförskjutningar, som utgör resultatet av ändringar i bolagsskattens höjd, eller av sådana ändrade vinstförväntningar, som hänförs sig till marknadslägets förbättring eller försämring. Även de tekniskt betingade

kursfluktuationerna kan ses på samma sätt. Men däremot är det svårare att med en integrerad syn på bolag och aktieägare förena en tillämpning av de för kapitalvinster i övrigt traditionella synpunkterna på sådana aktiekursvinster, som står i samband med vinstackumulation inom respektive bolag.

I själva verket representerar vinsterna till denna del en redan beskattad inkomst. Den ackumulerade bolagsvinsten har ju redan belastats med bolagsskatt. Möjligen kunde man tillägga, att den i den mån så icke skett varit skattefri och att skäl finns för att denna skattefrihet också bör komma aktieägarna till del. Det är självfallet möjligt att även inom ramen för en integrerad syn på bolagets och aktieägarnas beskattning finna argument för en kombination av bolagsskatt och personlig inkomstskatt på aktieägarna. I ett tidigare avsnitt (kapitel 2, s. 40 f) har antytts möjligheten av att se kombinationen av bolagsskatt och aktievinstskatt som en alternativ väg att göra dubbelbeskattningen effektiv. För en sådan attityd talar flera av de argument, som brukar anföras till stöd för dubbelbeskattningen, främst de traditionella synpunkterna på skatten som en »oktrojavgift» för ansvarsfrihet, riskfördelning och kapitalkoncentration, men också de mera aktuella resonemangen om bolagsskatten som en på konsumenter eller anställda övervältrad skatt.

Anlägger man den attityden blir det särskilt angeläget att med en individuell inkomstskatt effektivt träffa det bolagssparande, som aktievinsterna representerar. Vi får som ett huvudproblem frågan om hur man skall kunna undvika att skatten genom att skjutas på framtiden får reducerad tyngd. Kravet på att vinsten skall vara realiserad kommer att framstå som ett betydande hinder för att göra avvägningen av skattebördan rättvis. Förmånen av ett från dessa synpunkter obeskattat sparande inom bolagen kommer att te sig som ett större privilegium, ju högre aktieägarens marginalskaft är. En kapitalvinstskatt, som skall utjämna denna effekt, måste för den skull antingen påläggas redan realiserad vinst, eller också snarare än att som nu normalt är fallet vara lägre än den normala inkomstskatten, beräknas med en så stor förhöjning som motsvarar värdet av uppskovet med skattens erläggande till dess realisation sker.<sup>1</sup> Tanken att skatten på vinsten bör vara högre vid längre vinster än vid kortare sådana får också ett visst stöd, om man tar i betraktande att det sannolikt

<sup>1</sup> Det händer inte så sällan, att bördan av den framtida kapitalvinstskatten — analogt med bördan av en framtida utskiftningskatt — kalkyleras till fulla det nominella beloppet utan hänsyn till någon diskonteringsfaktor. Det kan ske, antingen därför att man ser till den aktuella omöjligheten att realisera ifrågavarande värde utan att skatten förfaller, eller därför, att man finner fördröjningen av skattebetalningen motsvaras av en fördröjning av den tidpunkt, då aktieägaren verkligen tillgodogör sig vinsten. Om man emellertid antar, att fortsatt placering är ett attraktivt vinstanvändningsalternativ, behövs en skatt, som bara utgår när vinsten används på annat sätt, inte nödvändigtvis betraktas som en lika hård belastning som en vid alla vinstanvändningsalternativ likformigt utgående skatt. Och om man antar, att den framtida vinsten reduceras med skattebeloppet, hindrar detta inte, att nuvärdet av den vinstskatt, som belöper på årets besparing, framstår som lågt jämfört med värdet av den ackumulation denna möjliggjort med ränta på ränta fram till den dag realisation äger rum (jfr Mutén [1966] pp. 283–5 och nedan s. 84).

ingår ett större element ackumulerat företagssparande i långa aktievinster än i korta. De korta vinsterna borde ju åtminstone genomsnittligt inrymma ett större element av sådana börstekniska faktorer eller effekter av ränteförändringar och ändrade vinstförväntningar, som på längre sikt tenderar att utjämnas eller i varje fall spela en mindre roll än den långsiktiga tillväxten inom bolagen.

Den vanliga motiveringen för en integrerad syn på aktiebolagets och aktieägarnas beskattning är likväl i stället den, att aktiebolagens inkomstbeskattning utgör en belastning på vad som i realiteten är aktieägarnas inkomst. Till detta resonemang knyter sig naturligt krav på avskaffande av den utdelade vinstens dubbelbeskattning. I den mån detta krav är tillfredsställt genom någon av de i föregående kapitel diskuterade metoderna, blir det rimligt att i förekommande fall se skatten på utdelad vinst som en kompensation för att motsvarande inkomst inte kommer till beskattning hos aktieägarna. Är bolagsskatten högre än aktieägarnas marginalsatt, betyder detta en felaktighet i skärpande riktning, är den lägre, kan man börja tala om ett privilegium.<sup>1</sup>

Är skatten på utdelad vinst lägre än motsvarande skatt skulle varit hos aktieägarna, om de i stället hade fått skatta för samma vinst, är det möjligt att se en eventuell dubbelbeskattning av den utdelade vinsten som ett slags kompensation härför. Felet är bara, att kompensationen blir så egendomligt fördelad. Som vi sett i kapitel 2 (s. 51) finns det goda skäl att utgå från att det är aktieägare i lägre marginalsatteskipt, som särskilt missgynnas av dubbelbeskattningen på utdelad vinst. Men det är också just i dessa skipt, som man minst har anledning att se skatten på utdelad vinst som en fördel värd att betala för i form av dubbelbeskattningens nackdelar. Bolagsskatten är ju för dessa inkomsttagares del högre än deras egen marginalsatt. Härtill kommer ytterligare, att dubbelbeskattningen slår hårdare, ju liberalare utdelningspolitik ett bolag tillämpar. Men samtidigt är det mindre anledning att tillämpa en kompenserande dubbelbeskattning, ju mindre bolaget på detta sätt tar möjligheterna till skattebillig ackumulation i anspråk. Sedd som betalning för privilegiet att kunna uppspara vinst inom bolag är dubbelbeskattningen av utdelad vinst alltså mindre ändamålsenlig.

I stället kan man då tänka sig kapitalvinstbeskattningen på aktier konstruerad så, att den i möjligaste mån utjämnar förekommande differenser mellan bolagsskatten på utdelad vinst och aktieägarnas marginalsatt. Är bolagsskatten låg i förhållande till aktieägarnas marginalsatt bör kapitalvinstbeskattningen från denna synpunkt anses mera försvarlig än om fallet är det

<sup>1</sup> Det är skäligt att ställa frågan om det verkligen är aktieägarnas marginalsatt och inte deras genomsnittliga skatt som skall betraktas som utslagsgivande. I en framställning som sysslar med handlingsmodeller är det kanske naturligast att använda marginalskatterna, men i frågan om beskattningens rättvisa och likformighet talar mycket för att det är genomsnittsskatten som bäst ger uttryck för den verkliga belastningen. Det går ju inte att samtidigt använda marginalsattesatsen som uttryck för belastningen både av arbetsinkomst, utdelningsinkomst och vad eljest den skattskyldige kan ha tjänat. *Någon* inkomst måste ju ha gått åt för att täcka belastningen i lägre skipt av skalan. Jfr vidare nedan s. 109 och appendix 2.

motsatta. Progressiviteten, som vanligen anses böra mildras vid kapitalvinstbeskattningen, borde för aktiernas del med denna utgångspunkt paradoxalt nog skärpas, eftersom aktieägare med låg marginalsatt redan genom bolagskatten, alltså utan att behöva vidkännas någon kapitalvinstskatt, kan anses ha blivit tillräckligt eller t. o. m. alltför hårt beskattade för sin andel av den ackumulerade bolagsvinsten. Det finns dock förnuftigare vägar att kompensera dessa verkningar.

Ett arrangemang med låg bolagsskatt på outdelad vinst i kombination med en progressiv aktievinstskatt borde i princip innebära en ökad individualisering av beskattningen, såvitt de outdelade bolagsvinsterna angår. Men naturligtvis blir konsekvenserna av en sådan beskattning nyckfulla, så länge man bibehåller kravet att vinsten skall vara realiserad för att aktievinstbeskattning skall äga rum. Samtidigt är skälen — se ovan s. 59 — fortfarande starka mot en beskattning av orealiserad värdestegringsvinst på aktier, även om man på något sätt skulle försöka begränsa denna beskattning till den del av förekommande vinster, som kan tänkas hänförlig till bolagssparande, och låta den utgå bara med den skattesats, som motiveras av detta bolagssparandes privilegierade ställning.

En annan möjlighet är att göra skatten på outdelade bolagsvinster så hög, att ingen grupp av placerare kan göra några väsentliga vinster på att få sitt sparande belagt med sådan skatt i stället för skatten på personlig inkomst. Svagheter i ett sådant system ligger emellertid i öppen dag; de lägre inkomsttagargrupperna finner här en okompenserad merbelastning, samtidigt som bolagssparandet skulle hämmas, utan att garantier erbjöds för att ett sparande med motsvarande funktion skulle komma fram på annat håll.<sup>1</sup>

Det finns länder, t. ex. Västtyskland, där bolagsskatten på outdelad vinst är högre än den marginella inkomstskatten i något inkomsttagarskikt. En färsk undersökning från USA ger vid handen, att man även där räknar med att flertalet aktieägars marginalsatt ligger väsentligt under den som tillämpas på bolagsvinster över 25 000 dollar (Jolivet [1966] s. 473 ff.). I missbruksfallen förekommer både i England, USA och andra länder straffskatter på ackumulerad bolagsvinst i mindre bolag, ägnade att föra upp bolagens skatt på sådan vinst över den marginalsatt, som gäller för aktieägarna.

Inte nog med att det alltså förekommer en öppen beskattning av bolags outdelade vinster på högre nivå än många eller flertalet aktieägars marginalsatt, utan man har också rätt att fråga, om inte skattesystemets totaleffekt kan tänkas leda till ett sådant resultat även där den nominella bolagsskattesatsen understiger den som marginellt gäller för aktieägarnas inkomst. Två skäl skulle kunna tala härför. För det första gäller för den nedplöjda vinsten, att den — förutom av den bolagsskatt, som drabbar den vinst, som inte plöjts ner i dolda reserver — är belastad med en latent skatteskuld motsvarande dubbelbeskattningens andra led, antingen detta beräknas motsvara framtida

<sup>1</sup> Ett sätt att råda bot på detta förhållande anges i det australiska förslag som presenteras på s. 172.

inkomstskatt på utdelning eller utskiftningsskatt. På det sättet kommer dubbelbeskattningen på utdelad vinst att åtminstone indirekt genom det latent trycket i praktiken att reducera aktieägarnas vinst genom ackumulation inom bolagen. För det andra kan man möjligen se förhållandet så, att nedplöjningen inom bolaget ger en viss begränsning i valet av investeringsalternativ för de outdelade vinstmedlen. Därmed blir aktieägarnas nytta och såtillvida även marknadsvärdet av den tillgångsökning i bolaget, som vinstnedplöjningen representerar mindre än den skulle varit, om medlen stått till aktieägarnas fria disposition.

Det vore för mycket sagt, att denna reduktion av i princip möjliga kapitalvinster skulle vara ens tillnärmelsevis exakt. I själva verket torde den drabba bolagen och aktieägarna högst ojämnt. Möjligheterna att bilda dolda reserver växlar sålunda starkt. Utskiftningsskatteskulden kan, som vi tidigare konstaterat betraktas som närmast negligibel för bolag med utsikter till långt fortsatt liv eller till Lundin-transaktioner, samtidigt som den väger tungt för sådana bolag, vilkas avveckling är förestående. Bördan av en framtida dubbelbeskattning av utdelad vinst kan innebära en väsentlig reduktion av aktiernas värde vid avyttring till en köpare, som måste räkna med dubbelbeskattning, samtidigt som den kan vara mindre betungande för en köpare tillhörande någon av kategorierna aktiebolag som räknar med skattefrihet för utdelningen, skattefria stiftelser eller fysiska personer som kan ta ut utdelningen som lön.

Sammanfattningsvis finner vi alltså, att det verkar orealistiskt att söka anpassa reglerna för kapitalvinstbeskattningen till bolagsbeskattningsreglerna på ett sådant sätt, att kapitalvinstskatten endast kompenserar för luckor i dubbelbeskattningssystemet men gör detta på ett konsekvent sätt. Det är också klart, att dubbelbeskattningen av aktiebolags vinst eller skatten på outdelad bolagsvinst inte kan konstrueras så att den tillnärmelsevis kompenserar den förmån det kan sägas innebära att via aktiebolag förvandla vad som kunde varit löpande inkomst för aktieägarna till — från vissa aktieägares synpunkt — lågt beskattad bolagsinkomst plus obeskattad kapitalvinst.

Vilka konsekvenser kan dras av detta resonemang, så långt vi hittills fört det? Det ligger nära till hands att konstatera, att ingen av de extrema lösningarna blir riktigt tillfredsställande. En hård beskattning av den outdelade vinsten kan leda till en från de lågbeskattade aktieägarnas synpunkt orimlig straffbeskattning och kan samtidigt även hämma bolagssparandet och företagens konsolidering på ett kanske mindre önskvärt sätt. Ett sådant system kan också föra med sig frestelsen att i ökad omfattning utnyttja de möjligheter som kan erbjuda sig att låta lågt beskattade, utländska bolag ackumulera vinster, som kan tas fram i form av skattefria eller skattebilliga svenska kapitalvinster. En låg beskattning av den outdelade vinsten, kombinerad med en hårdare kapitalvinstbeskattning, kan å andra sidan befaras leda till den ökade stelhet på marknaden, som brukar anföras som argument mot kapitalvinsternas beskattning, samtidigt som det kommer att finnas fog för en kritik, som går ut på att bolagssparandet alltför mycket gynnas i förhållande till det direkta

sparande de högt marginalbeskattade fysiska personerna kan kosta på sig.

Det vore inte onaturligt, om lagstiftarna efter hand skulle finna lösningen ligga i en kompromissbetonad kombination av åtgärder. Den utdelade vinsten skulle visserligen inte släppas fri men beskattas tillräckligt milt för att nå den önskade sparfrämjande effekten. Och kapitalvinsterna skulle beskattas tillräckligt effektivt för att ge en rimlig kompensation för förmånen av skattebilligt sparande inom bolag, men samtidigt såpass måttligt att marknaden inte alldeles skulle stelna till. Frågan om till en sådan bild skulle höra även avskaffandet av dubbelbeskattningen av utdelad vinst måste lösas i ett större sammanhang, där bl. a. verkningarna på utdelningspolitiken av en differentierad bolagsskatt kommer med i bilden. Till den frågan skall vi återkomma i fortsättningen.

## OM BOLAGS AKTIEVINSTER

### *Aktievinstskatt och kedjebeskattningsregler*

Ett speciellt samordningsproblem erbjuder de aktievinster, som görs av andra aktiebolag. Till den del det är frågan om handel med värdepapper behöver problemet inte betraktas som särskilt komplicerat. Presumtionen bakom beskattningen av vinster och rätten till avdrag för förluster på sådan handel bör naturligen vara den, att affärerna är kortsiktiga och såtillvida i högre grad ger uttryck för marknadstekniska kursförskjutningar, varierande ränteanspråk eller vinstförväntningar, och endast i mindre grad motsvarar ackumulerat bolagssparande. Som tidigare antytts har sambandet mellan kurs och utdelning i vår rätt beaktats på det sättet, att företag, som har rätt till avdrag för realiserade kursförluster på den grund att de handlar med aktier, inte har samma rätt till skattefrihet för utdelning, som enligt huvudregeln tillkommer andra bolag. Man kan naturligtvis ha vissa skäl att kritisera denna anordning. När AB Kölen upphörde med sin aktiehandlande verksamhet för att ingå som förvaltande dotterbolag i Providentias portfölj (RÅ 1958 ref. 63) fanns det sålunda de, som ansåg, att det var en för börsern nyttig verksamhet, som därmed bragtes att upphöra. Skälet varför så skedde sades vara att skatten på både utdelningar och vinster gjorde en verksamhet i denna form alltför litet räntabel för att motsvara de krav aktiebolagsformen ställde på lönsamheten.

En helt annan attityd är på sin plats, när det gäller på lång sikt innehavda aktier. Inte ens i de fall, där aktieförvaltning framstår som verksamhetens huvudändamål, såsom fallet är med investmentbolagen, har lagstiftaren hittills velat ifrågasätta, att aktieinnehavet skulle likställas med varulager eller med sådana inventarier, vilkas avyttring kan medföra skattepliktig rörelsevinst. En antydning om att så skulle kunna ske finns visserligen i aktievinstutredningens betänkande (SOU 1965:72, s. 187), men någon närmare motiveering ges inte, liksom detta betänkande överhuvudtaget saknar en analys av de speciella samordningsproblem det här gäller.

Så länge vi hade enbart realisationsvinstreglerna, kunde det te sig naturligt

att behandla bolag på samma sätt som andra aktieägare. Realisationsvinstreglerna var ju i princip konstruerade för att träffa de egentliga spekulationsvinsterna, beträffande vilka mutatis mutandis samma betraktelsesätt kunde tillämpas som gällde i fråga om vinster på handel med värdepapper.

Men frågan har kommit i ett annat läge när realisationsvinstreglerna kompletterats med en evig kapitalvinstbeskattning på aktier. Vid en sådan beskattning blir, som beskrivits i föregående avsnitt, de av ackumulerade bolagsvinster föranledda aktievinsterna i högre grad drabbade. Men den effektivisering av aktievinsternas dubbelbeskattning, som skulle kunna anföras som ett bidragande motiv till införandet av en evig aktievinstbeskattning för fysiska personer har uppenbarligen inte samma bärkraft för de aktievinsters del, vilka realiserats av aktiebolag.

Det är visserligen inte längre någon generell princip, att aktiebolags utdelningar på andra aktier än varuaktier är fria från skatt och kedjebeskattningen därmed upphävd. Fördenskull är det inte heller någon självklarhet, att den kapitalvinstbeskattning på aktier, som kan betraktas som motiverad i ett dubbelbeskattningssystem, bör efterskänkas för aktiebolagens del. Däremot kan systematiska motiv anföras för att tillämpa samma typ av begränsning för aktievinstbeskattningens del som gäller i fråga om skattskyldighet för utdelning.

Om detta underläts får man nämligen den egendomliga bilden av ett system, där vinst, tillgodogjord aktieäggande bolag i utdelningens form, blir skattefri, medan samma vinst realiserad i form av aktievinst blir beskattad. Det blir med andra ord lönsamt för ett bolag, som äger tillräckligt många aktier i ett annat bolag för att diktera dess utdelningspolitik, att tömma bolagets tillgångar utdelningssvågen och därmed reducera vinsten vid avyttring av aktierna i stället för att sälja bolaget med vinstmedlen kvar.

Redan utskiftningsskatten är i detta hänseende tvivelaktigt konstruerad. Det är visserligen möjligt för bolag att fusionera utskiftningsskattefritt. Men möjligheten härtill är beroende av dispens i de fall — grovt uttryckt — då dotterbolagets vinstmedel inte intjänats under sådan tid under vilken bolaget haft ställningen som helägt eller nästan helägt dotterbolag.<sup>1</sup> Dispensen innebär i dessa fall allenast en rätt för moderbolaget att överta dotterbolagets utskiftningsskatteskuld. Dispensregeln är inte helt koordinerad med reglerna för skattefri utdelning. Sålunda förutsätter dispensen a) ett rationaliserings-syfte med fusionen, b) svårighet att genomföra denna på grund av utskiftnings-

<sup>1</sup> Regeln är i själva verket konstruerad så, att det för skattefrihet krävs 90 % ägande under hela den tid dotterbolaget bedrivit någon verksamhet, eller alternativt under hela tiden från den 1/1 1940. Sistnämnda gränsdragning torde ha samband med att det först från den 21/6 detta år och under förutsättning av nedsättningens eller likvidationens registrering tidigast 15/11 1939, var frågan om någon mera betydande belastning genom utskiftningsskatt, närmare bestämt 30 % mot tidigare 12 %. Grundtanken bakom bestämmelsen, nämligen att i princip omöjliggöra kringgåendet av en utskiftningsskatt, vilken i form av latent utskiftningsskatteskuld reducerat den faktiskt erlagda köpeskillingen för aktierna, kunde därför inte anses aktuell i dessa fall.

skattens tyngd, om den skulle tas ut, och c) frånvaro av skatteflyktssyfte. Det förekommer därför situationer, i vilka det kan vara möjligt för ett bolag att ta ut vinstmedel skattefritt i utdelningens form, oaktat samma vinstmedel uttagna genom utskiftning skulle beläggas med utskiftningsskatt och tillgodosörandet av dem fusionsvägen skulle försvåras genom ett dispensförfarande.

Det skulle möjligen kunna anmärkas att utskiftningsskatten griper över ett bolags ackumulerade vinstmedel också till den del de genom att tillföras aktiekapitalet har antagit icke utdelningsbar form. Det finns emellertid tekniska möjligheter att genom nedsättning av aktiekapitalet åter förvandla sådana vinstmedel till utdelningsbara medel och därmed utnyttja den skattefrihet för utdelning som aktieägaren i sammanhanget kan göra anspråk på (jfr RN 3:12 1959).

Det låter sig nu sägas, att det bara är sällan som en utskiftningsskatteplikt aktualiseras. I de lägen, i vilka en utskiftning framstår som ett praktiskt handlingsalternativ, torde man som regel ha goda möjligheter att företa sådana operationer, som tillvaratar den stadgade friheten från kedjebeskattnings av utdelning.

Läget i samband med en skatt på aktievinster är ett annat. Förutom det samordningsproblem mellan aktievinstskatt och kedjebeskattningsregler, som vi inledningsvis berört och ytterligare skall ta upp mera utförligt, möter vi här också en regelkollision, som har att göra med utskiftningsskatten, nämligen i den meningen, att utskiftningsskatt utgår vid sådana transaktioner, som i princip utlöser aktievinstskatt. Den typen av kollision representerar i princip inte något nytt inslag i skattesystemet. Realisationsvinstreglerna känner inte något undantag för sådana avyttringar, som står i samband med utskiftningsskattegrundande händelser. Konflikterna har emellertid före den nya aktievinstskattens införande inte varit särskilt svårartade, eftersom en utskiftning innebärande vinst för aktieägarna som regel kunnat förläggas så i tiden, att aktieägare med dominerande intressen inte störts av de till mindre än fem års innehav begränsade realisationsvinstreglerna, medan å andra sidan minoritetsaktieägarna har kunnat åberopa reglerna om tvångsavyttring som skäl för frihet från realisationsvinstskatt. Det torde därför bara ha varit i rena undantagsfall som en affärshändelse har gett upphov till både utskiftningsskatt och realisationsvinstskatt.<sup>1</sup>

Ett helt annat läge har inträffat när kapitalvinstbeskattningen på aktier blivit evig. Det låter naturligtvis fortfarande säga sig, att alla de marknadstekniska och liknande skäl, som kan föranleda kursförskjutningar på aktiemarknaden utan att stå i samband med ackumulation av vinstmedel, kan ligga bakom även sådana vinster, som realiseras i samband med utskiftningsskattepliktiga transaktioner. Det är å andra sidan klart, att den vinstackumulation

<sup>1</sup> Om en sådan dubbel belastning verkligen skulle ha varit medvetet åsyftad av lagstiftaren hade det knappast varit acceptabelt att i skattehänseende med utdelning likställa utskiftning från ekonomisk förening, som nu kan äga rum utan att dubbelbeskattas på samma sätt.

inom bolag, som utskiftningsskatten är avsedd att träffa vid den tidpunkt den tillgodogörs aktieägarna, i princip måste antas ha påverkat kursutvecklingen fram till utskiftningsdagen på sådant sätt, att förekommande vinster blivit större eller förlusterna mindre än fallet skulle varit om vid samma utdelning den nedplöjda vinsten skulle ha varit mindre. Det är därför knappast i överensstämmelse med de idéer, som ligger bakom kapitalvinstbeskattningen på aktier, att frita just de avyttringar från aktievinstbeskattning, som samtidigt aktualiserar utskiftningsskattebetalningar. Men det är å andra sidan en tankegång, som borde kunna anses foljdriktig, att utskiftningsskatten förlorar det väsentliga av sin motivering i samma mån som en evig aktievinstbeskattning införs och börjar fungera.

Det är också från en annan, praktisk synpunkt rimligt att lösa konflikten mellan aktievinstskatt och utskiftningsskatt genom att ge avkall på den senare. Om nämligen det i stället är aktievinstskatten vid utskiftningsskattegrundande avyttringar, som avskaffas, måste det vara en frestelse för den, som räknar en dylik avyttring som sannolik, att hålla på sina aktier i stället för att sälja dem. På samma sätt bör vid de realisationsvinstskatteregler, som gällde t. o. m. 1967, en chans att få ta ut sin vinst i form av skattefri expropriationsvinst i förekommande fall ha verkat i hög grad dämpande på en fastighetsägares intresse av att sälja en fastighet han ägt mindre än tio år.

Den motivering, som givits för att inte avskaffa utskiftningsskatten i samband med införandet av aktievinstskatten 1966, är alltför knapphändig för att betraktas som ett klart ställningstagande i den fråga vi här behandlat. Det är emellertid möjligt att finna en del punkter, som är ägnade att åtminstone försvaga positionen att utskiftningsskatten borde ha avskaffats 1966.

En av dessa har att göra med den svenska aktievinstskattens karaktär av en omsättningsskatt på aktier. Den påverkas endast i mycket liten grad av den verkliga vinstens storlek, så snart denna uppgår till 5 % av vad som erhållits för aktierna. Det är mot den bakgrunden tivelaktigt huruvida de vinstelement, som motsvaras av ackumulerad vinst inom bolag ens vid beskattning också av den utskiftningsskattegrundande avyttringen kommer att belastas på det sätt som måste förutsättas vara den systematiska grundvalen för utskiftningsskatten, när denna satts in som ett dubbelbeskattningens andra led.

En annan synpunkt gäller skattskyldighetens omfattning i fråga om utrikes bosatta personer. Beträffande dem kommer någon svensk aktievinstskatt inte att kunna sättas in. Samtidigt upprätthåller Sverige åtminstone i princip genom kupongskatteförordningen — dock med begränsad effekt eftersom skatten starkt begränsats i dubbelbeskattningsavtalen — ett skattekrav mot utländska ägare av svenska aktier avseende utdelning på aktierna. En utländsk ägare av svenska aktier har alltså redan nu som huvudregel intresse av att omvandla beskattad utdelning till — med gällande regler i Sverige *obeskattad* — kapitalvinst genom att ackumulera vinst i bolag och sälja undan aktierna. Skulle utskiftningsskatten avskaffas i dessa fall, utan att man lyckades med

det omöjliga att införa och effektivt utöva ett svenskt skattekrav riktat mot utlänningars kapitalvinster på svenska aktier, bleve det frågan om en ensidig skattesänkning utan samma motiv som den nya aktievinstskatten ger för här bosatta aktieägares vidkommande. Men det bör vid värderingen av denna synpunkt hållas i minnet, att redan utdelningarna från svensk sida i flertalet fall blir lämnade helt eller så gott som fria.

Vi finner alltså sammanfattningsvis att reglerna om utskiftningsskatten redan med hittillsvarande regler varit bristfälligt koordinerade med de bestämmelser, som haft att göra med friheten från kedjebeskattning. Vi måste likaledes konstatera att utskiftningsskatten i princip kan sägas kollidera med en evig aktievinstskatt. Införandet av en sådan skatt kan i viss mening sägas innebära att syftet med utskiftningsskatten uppfylls med tillämpning av en annan metod.

### *Utskiftningsskatt, utdelningsskatt, aktievinstskatt*

Om vi nu återgår till vårt huvudproblem, nämligen frågan om aktiebolagens aktievinstbeskattning, är det klart att den bristande överensstämmelse vi antytt existera mellan utskiftningsskatt och reglerna om kedjebeskattning kan utgöra ett argument för att inte heller sätta kraven på samordning alltför högt när det gäller förhållandet mellan aktievinstbeskattning och kedjebeskattningsregler. I själva verket har lagstiftaren i vårt land inte ålagt sig några som helst förpliktelser att sörja för en sådan samordning; man behöver som exempel endast nämna det likartade problemet med skatten på vinst vid avyttring av handels- och kommanditibolagsandelar, där på samma sätt en skattepliktig vinst vid avyttring av andel kan bytas mot ett skattefritt uttagande av vinstmedlen i den löpande »utdelningens» form. Och det bör i rättvisans namn erkännas, att inte heller i andra länder en samordning genomgående har iakttagits, även om det åtminstone finns ansatser därtill i amerikansk och engelsk rätt och ursprungligen även i förslaget till den danska kapitalvinstskatten.

Det finns också de som gör gällande, att varken utskiftningsskatten eller aktievinstskatten i nuvarande form medför så betydande effekter på aktiebolagen i gemen att det framstår som en praktisk nödvändighet vare sig att låta någon av dem förskjuta den andra eller att slopa båda för att vinna överensstämmelse med kedjebeskattningsreglerna.

Men båda argumenten lider av svagheter. Om utskiftningsskatten är illa samordnad med kedjebeskattningsreglerna är detta — bortsett från det naturliga motivet att stävja Lundin-transaktioner — framför allt kanske försvarligt på den grunden, att utskiftningsskatten åtminstone för bolagens del torde kunna kringgås eller undvikas dispensvägen i en sådan utsträckning, att det inte blir frågan om någon effektiv kollision. Att undvika aktievinstskatten genom att utnyttja reglerna om skattefrihet för utdelning skulle te sig betydligt mera komplicerat och ofta helt omöjligt. Och om utskiftningsskatten regelmässigt kan uppskjutas länge, medan aktievinstskatten i nuvarande utform-

ning är förhållandevis låg, hindrar detta inte, vare sig att i vissa situationer utskiftningsskatten likväl måste betalas, eller att aktievinstskatten, sådan den nu är utformad, kan bli mycket hög i förhållande till den verkliga vinsten.

Vi måste också med ett annat allvar än som skett vid tidigare lagstiftning betrakta den kumulativa effekten av utskiftningsskatt, aktievinstskatt och utdelningsskatt i de speciella fall då en sådan kumulation kan uppkomma.

Hur skulle man då kunna tänka sig en samordning genomförd? I frågan om kollisionen utskiftningsskatt-aktievinstskatt har redan antytts, att utskiftningsskatten borde kunna avskaffas i den mån aktievinstskatten anses utgöra en tillräcklig belastning för att motsvara dubbelbeskattningens andra led. Konstaterar man att aktievinstskatten inte är hög nog i jämförelse med utskiftningsskatten, kan det kanske vara skäl att erinra om att aktievinstskatten visserligen inte är särskilt hög i normalfallen, men likväl reellt en i många fall mer tyngande belastning än en utskiftningsskatt, som i flertalet fall aldrig torde bli gäldad. Det är också uppenbart, att om dubbelbeskattningens andra led i princip anses böra ligga hos aktieägarna, alltså i formen av en individuell beskattning, innebär den individuella kapitalvinstskatten på aktier en principiellt mera acceptabel lösning av problemet än den objekt-skattebetonade utskiftningsskatten.

I frågan om den bristande samordningen aktievinstskatt-kedjebeskattningsregler borde frågan inte vara mycket svårare. Om lagstiftaren stannat för en viss lösning beträffande kedjebeskattningen är det ett rimligt antagande att samma lösning vore skäligen också för aktievinsternas del. Men helt säkert är detta inte.

En bättre anslutning av beskattningen till det ställe där vinsten uppstått skulle i många fall säkert nås, om man jämställde bolags aktievinst med annan vinst men i gengäld — med ett förfarande som vi närmare skall beröra i kapitel 7 — räknade upp anskaffningskostnaden med sådan vinst, som tagits fram till beskattning i dotterbolaget och kunnat utdelas skattefritt till moderbolaget. I så fall skulle man undvika, att ett bolag, som byggt upp dolda reserver i ett dotterbolag, skulle kunna sälja detta till ett annat bolag eller en fysisk person utan att självt vidkännas någon beskattning överhuvudtaget för vinsten. Det låter sig visserligen sägas, att förvärvaren också övertar skattskyldigheten, men är förvärvaren en fysisk person går kapitalvärdet av denna övertagna skatteskuld inte jämnt upp med den skatt det säljande bolaget undgått utan kan bli både större och mindre. Om förvärvaren är ett aktiebolag ger arrangementet i varje fall den förmånen att beskattningen uppskjuts. Mot det säljande bolagets faktiska vinst, som blir skattefri, kan emellertid också komma att svara en förlust för förvärvaren, utan att någon som helst skatte-kompensation för förlusten kan erbjudas denne.

Den nu anförda synpunkten är framför allt viktig i de fall, då man har att göra med speciella projekt, som lagts in i dotterbolag och finansierats med avdragsgilla koncernbidrag men vilkas vinst sedan, inför investeringarnas utmognande, realiseras genom avyttring av dotterbolagsaktierna till utomstå-

ende. Den har betydande relevans som en inskränkning av de här förda resonemangen. Det är emellertid knappast möjligt att behandla den på ett tillfyllestgörande sätt utan att gå in på hela koncernbeskattningsproblemet.<sup>1</sup>

Vidare har vi att ta ställning till det kringgåendeproblem lagstiftaren beaktat vid utformningen av utskiftningsskatteförordningens dispensregler. Tankegången i utskiftningsskattefallet är den enkla, att det inte finns skäl att dispensera från utskiftningsskatten när aktier förvärvats till en köpeskilling, som kan antas fastställd med hänsyn till den latent utskiftningsskatteskulden. Det skulle ju betyda, att det köpande bolaget finge tillfälle att i realiteten självt inkassera den skatt som redan övervälrats på säljaren.

Nu går det kanske inte riktigt till på det sättet i verkligheten. Säljare av aktier till köpare i aktiebolagsform räknar långt ifrån alltid med att själva behöva bära någon nämnvärd utskiftningsskatteskuld, eftersom det finns tillräckligt många bolag i marknaden för att kursnivån skall kunna sättas med hänsyn till denna köpargrups skattesituation. Om köpande bolag räknar med att kunna tillgodogöra sig det köpta bolagets vinstmedel skattefritt genom utdelning, är utskiftningsskatteskulden knappast något reellt problem vid kursstämningen. Detta är Lundin-transaktionernas praktiska idé. Den inskränkning dessa transaktioner lider genom 1966 års förbud mot skattefrihet för utdelning från slaktfärdiga skalbolag är självfallet betydelsefull men berör inte huvudprincipen för behandling av bolag med reelltillgångar.<sup>2</sup>

Men hur det än förhåller sig därmed finns det i varje fall den fundamentala skillnaden mellan skatteflyktsargumentet i frågan om utskiftningsskatten och motsvarande argument i frågan om aktievinstskatten, att den senare ju i varje fall inte berör den värdestegring på aktierna, som har sin bakgrund i bolagssparande före den tidpunkt aktierna förvärvades. Det är med andra ord inte alls vare sig menat eller ens möjligt att med aktievinstskatt hos ett bolag träffa den kursstegring, som kan tillskrivas vinstackumulation i bolaget under föregående ägares innehavstid.

Av samma skäl är det också svårt att tänka sig att man genom en aktievinstbeskattning hos från skatt på utdelning befriade bolag skulle kunna kompensera att den effektiva aktievinstskatten för tidigare ägares del kan ha varit otillräcklig för att motsvara dubbelbeskattningsens andra led. Både genom att den i sin nuvarande form inte träffar den verkliga vinsten och genom att den ger möjligheter till dispens i strukturrationaliseringsfallen lämnar vår nya aktievinstbeskattning utrymme för detta slags kritik. Men även om man skulle anse

<sup>1</sup> Ett komparativrättsligt arbete härom är under utarbetande av S.-O. Lodin, i vilket det nedan s. 175 nämnda arbetet ingår som en del.

<sup>2</sup> Genom SFS 1966:724 infördes den ändringen i 54 § KL, att skattefrihet inte åtnjuts för utdelning å förvärvad aktie eller föreningsandel, om det inte är »uppenbart att det bolag eller den förening som gör förvärvet därigenom erhåller tillgång av verkligt och särskilt värde med hänsyn till förvärvarens rörelse eller kapitalförvaltning», allt såvitt avser vid förvärvet befintliga vinstmedel. På samma sätt stadgas i 1 p. 9 st. anv. t. 41 § en regel mot avdrag för nedskrivning på motsvarande slags aktier förvärvade i penning- eller försäkringsrörelse.

den kritiken berättigad vore det likväl systematiskt otillfredsställande att försöka kompensera den otillräckliga skatten på tidigare ägare av aktier genom en beskattning av det bolag, som köpt dem.

Möjligen skulle man kunna finna skäl att göra undantag för de fall i vilka det finns intressegemenskap mellan den tidigare ägaren och bolaget, på sådant sätt att bolaget fått överta aktierna till underpris. Man skulle kunna finna att en aktieägare, som billigt överläter aktierna i ett bolag till ett annat av honom självt ägt eller dominerat bolag, för att sedan låta detta bolag avyttra aktierna med en betydande skattefri vinst, borde beskattas för den vinsten själv. I och för sig är detta inte något märkvärdigare problem än det sedan länge i praxis förekommande fall när tillgångar apporteras till ett bolag, som övertar den latent skatteskuld som åvilar dem. Men naturligtvis får problemet en särskild dimension om överlåtelsen sker från en aktieägare, som i princip är skyldig att betala aktievinstskatt, till hans aktiebolag, om detta är eller kan bli fritt från motsvarande skattskyldighet.

Det är emellertid möjligt att tämligen väsentligt reducera betydelsen av detta bekymmer, om man betraktar två synpunkter. För det första kan det här inte vara frågan om att befria från aktievinstskatt i de fall motsvarande utdelning blir beskattad, t. ex. just för att hindra kringgående. För det är ingenting som säger, att man inte skulle kunna ha kvar den möjligen på andra grunder motiverade skatteplikten för korta aktievinster, vilken skulle kunna tjäna som en spärr mot transaktioner för vilka skattefriheten inte skulle anses motiverad.

Slutligen kan det också vara skäl att påpeka, att en aktieägare, som säljer till lågt pris till sitt bolag för att låta detta ta fram vinsten, normalt inte vinner mer än ett uppskov med beskattningen, eftersom det köpande bolagets aktier får antas bli så mycket värdefullare genom tillskottet. Det gäller enligt svensk rätt, i fråga om apport av sådana tillgångar, vilkas avyttring till fullt pris skulle föra med sig vinstbeskattning, att anskaffningsvärdet för de genom apporten förvärvade aktierna sätts med utgångspunkt från det vid apporten bokförda beloppet, utan förhöjning för ett eventuellt högre marknadsvärde av de apportionerade tillgångarna. Skulle man följa samma regel vid apport av aktier till underpris, komme detta att principiellt innebära samma typ av lösning.<sup>1</sup>

En andra synpunkt som kan läggas på åtgärden att avskaffa aktievinstskatten på bolag skattefria för motsvarande utdelning, kunde tänkas vara den, att den redan förut regelmässigt fördröjda betalningen av skatter komme

<sup>1</sup> Man kan diskutera det skäligen i den, jfr RÅ 1963 ref. 9 och Hellner [1962], s. 279 ff. Eftersom det här inte skulle bli frågan om någon skattskyldighet för bolaget utan endast ett val mellan olika tidpunkter för aktualisering av aktievinstskatten — vid apporten eller vid avyttring av de erhållna aktierna — kan emellertid regeln anses tillfredsställande på ett helt annat sätt än den redan nu gällande regeln enligt vilken apport av ett varulager till underpris både höjer det mottagande bolagets egen skatt och medför högre realisationsvinst vid avyttring av samma bolags aktier än som skulle gällt vid apport till fullt pris.

att bli ännu mera försenad. Om man ser bolagens skattefrihet för utdelning som ett hänsynstagande till att aktieägarna i sin tur blir beskattade när utdelningsinkomsten kommer över till dem i form av utdelning, är det en rimlig tanke att se skattefriheten för bolags aktievinst som en kompensation för att det kan bli frågan om beskattning hos aktieägarna, antingen av vinsten om den delas ut, eller av den värdestegring den medför för aktierna. Om nu utdelningen låter vänta på sig eller aktieägarna fördröjer realisationen av aktiernas värdestegring är det en naturlig tanke att skattefriheten för bolags aktievinster skulle vara otillräckligt motiverad.

Till detta kan emellertid sägas att en sådan ytterligare fördröjning ingalunda nödvändigtvis behöver äga rum. Det räcker här att erinra om att reglerna för svarta rörelsedrivande familjebolag i praxis tillämpas så att på litet sikt även realisationsvinster förutsätts utdelade (RN I 4:5 1961). Om emellertid en fördröjning sker bör det kanske vara lika rimligt eller orimligt att godta den i skattehänseende som det är att acceptera vinstnedplöjning av annat slag, t. ex. genom tillämpning av nettometoden vid inventarieavskrivning. Vill man inte acceptera den är en beskattning av icke realiserad vinst den logiska konklusionen.

### *Inkomst eller kapitalvinst*

Avslutningsvis skall erinras om den oklarhet, som för närvarande kännetecknar gränserna i praxis mellan inkomst och kapitalvinst, driftförlust och kapitalförlust, såvitt angår samordningen mellan vinstbeskattning och regler om skattefrihet för utdelning. I frågan om aktiebolag, skattefria för utdelning, torde det exempelvis anses att en förlust på aktier, som enligt vanliga regler skulle vara avdragsgill på grund av att aktierna förvärvats i och för rörelsen, kan få icke avdragsgill karaktär därför att moderbolaget tillgodogjort sig dotterbolagets vinstmedel helt eller delvis i form av skattefri utdelning. (Jfr Zachrisson [1962].) På samma sätt är det etablerad praxis att överförande utan vederlag från ett dotterbolag till moderbolaget av goodwill eller hyresrätt prekluderar ett framtida avdrag för förlust på dotterbolagets aktier. Tankegången är härvid den, att en avyttring mot fullt vederlag å ena sidan skulle givit en skattepliktig vinst för dotterbolaget och motsvarande avskrivningsunderlag för moderbolaget, å andra sidan sådana vinstmedel i dotterbolaget som moderbolaget antingen skulle kunnat tillgodogöra sig i form av skattefri utdelning eller också i den formen, att de reducerat förlusten på dotterbolagets aktier. Detta resonemang innehåller i konklusionen alltså likaledes tankegången att skattefri utdelning reducerar en skattemässigt relevant kapitalförlust.

Om vi nu i stället går till aktievinstfallen borde det — om man vill använda en grov förenkling — i princip naturligtvis inte vara annorlunda med skattefri utdelning när den minskar en eljest uppkommande skattepliktig vinst än när den ökar en i princip avdragsgill aktieförlust. Det ligger emellertid inte lika naturligt till att göra en sådan distinktion när det är frågan om vinstberäkning som när det gäller att konstatera, att en förlust kan hän-

föras till en »urmjölknings» av det sålda bolagets tillgångar. Det bör nog också rent principiellt betraktas som en rimlig konsekvens att en lagstiftning, som inte gör skillnad på konstanta årliga utdelningar och ackumulerade utdelningsbelopp utbetalade i klump, får den innebörden att förekommande utdelningsbelopp i princip behandlas på samma sätt när det gäller att kalkylera åtminstone kapitalvinst och kapitalförlust. Med driftförlusterna, som tidigare nämnts, kan möjligen ett annat betraktelsesätt låta försvara sig.

I frågan om andelar i ekonomiska föreningar har förut antytts att någon motsvarighet till kollisionen mellan utskiftningsskatt och aktievinstskatt inte existerar. Därigenom blir det helt naturligt lättare att genom en till utdelning hänförlig transaktion sätta ner vinsten på en förenings andelar än att företa motsvarande arrangemang beträffande ett aktiebolag. En sådan utskiftning i förbindelse med nedsättning av aktiekapitalet, som hos aktiebolag ger upphov till utskiftningsskatt och endast genom en särskild omgång kan ges karaktär av utdelning, blir i de ekonomiska föreningarnas fall direkt hänförd till utdelning (det är därvid, naturligtvis, frågan om nedsättning av andelskapitalet eller möjligen förvärv av egen andel).

Beträffande handels- och kommanditbolag, slutligen, förekommer för alla skattskyldiga, både sådana som är befriade från skatt på utdelning och andra, samma slags problem. En utdelning av löpande vinstmedel innebär inte någon beskattning av andelsägarna utöver den de fått vidkännas vid sin beskattning andelsvis för bolagets löpande vinst. Samtidigt finns det inte klarlagt på vilket sätt en skillnad skulle kunna göras mellan sådan utdelning av vinstmedel från ett handelsbolag, som tilläventyrs skall likställas med avyttring helt eller delvis av andelen, och annan utdelning. Inte heller finns det något samband etablerat mellan andelsägares avdragsrätt för handelsbolagets löpande underskott och beräkningen av förekommande vinst eller förlust på andelen (jfr RN 5:5 1959). Det förefaller därför som om en diskrepans skulle råda mellan behandlingen av vinster och förluster i handelsbolag, närmare bestämt av följande innehåll: En vinst i handelsbolaget beskattas hos delägarna och torde antingen såsom tillförd andelskapitalet öka dettas ingångsvärde eller — om så icke är fallet — kunna utdelas från handelsbolaget, utan att ingångsvärdet vid aktievinstberäkning därigenom minskas.<sup>1</sup> Ett underskott i handelsbolagets rörelse är avdragsgillt hos delägarna och underskottet är samtidigt, åtminstone om det täckts med annat kapital än innehållna vinstmedel, neutralt i förhållande till ingångsvärdet för andelarna — om det täcks genom tillskott av nytt andelskapital torde detta tillskott öka ingångsvärdet i vinstskattehänseende.<sup>2</sup> I gengäld medför framtagnandet av vinster respektive förluster i bolaget att dettas latent skatteskuld minskar respektive ökar, vilket påverkar andelsvärdet.

<sup>1</sup> Jfr Hellner [1962], s. 328 f. och 336 f. och Mutén [1963], s. 248 ff.

<sup>2</sup> Antag att ett bolag bildar handelsbolag och sätter in 500 000 kronor, som förbrukas för förvärv av icke aktiveringspliktiga tillgångar. Det redovisade underskottet, 500 000 kronor, blir avdragsgillt. Ändå blir vinstberäkningen vid avyttring av andelen grundad på anskaffningskostnaden 500 000 kronor.

Ändå är det klart att denna ordning, som till nöds kunnat duga i samband med en sällan aktualiserad realisationsvinstbeskattning, är föga tillfredsställande i samband med en permanent aktievinstskatt innefattande även andelar.

I det här sammanhanget kommer behandlingen av handelsbolagsandelarna i huvudsak in som ett praktiskt exempel på att den samordningsfråga, som vi här behandlat i avseende på relationerna mellan skattefri utdelning och skattepliktig aktievinst, i en annan gestalt kommer tillbaka för alla skattskyldigas vidkommande, alltså inte bara bolagens, utan att lagstiftaren gjort sig möda att penetrera problemet och finna en försvarlig regel för dess lösning.

## EN SLUTKOMMENTAR

Det sagda har ett mot den nuvarande lagstiftningen kritiskt innehåll. I klarhetens intresse bör det anmärkas, att vad som angripits inte är förekomsten av en aktievinstskatt eller en utskiftningsskatt i och för sig. Detta har att göra med politiska värderingar, som inte har sin plats i en framställning med anspråk på vetenskaplighet. Vad frågan gällt är i stället att med utgångspunkt från hypotesen att lagstiftningen är systematiskt anpassad till någon grundläggande konception pröva vilka sammanhang, som kan återfinnas i den gällande svenska rätten, och vilka som möjligen kan tänkas försummade som en följd av att lagstiftningen inte utformats i ett sammanhang utan snarare har karaktären av lappverk. Det finns ingenting som säger att den ena eller andra attityden till konstruktionen av samspelet mellan skatterna på bolag och aktieägare skulle vara korrekt. Det är på den här punkten t. ex. inte alls klarlagt, om det är riktigt att anse att skatten på bolag och skatten på aktieägarna innebär en dubbelbeskattning eller icke. Än mindre har vi i det här sammanhanget haft utrymme för någon undersökning av i vilken mån reglerna mot kedjebeskattnings i dagens läge fått en helt följdriktig utformning. Det enda som kan sägas med utgångspunkt från den här föreliggande framställningen är att om de teorier, som kan postuleras bakom lagstiftningens nuvarande anordning med en kombination av bolagsskatt, utskiftningsskatt och aktievinstskatt, är medvetet accepterade av lagstiftaren, finns det gapande luckor i deras tillämpning. Och om de inte i princip accepterats är lagstiftningen ävenledes otillfredsställande även om felen i sådant fall förefaller böra avhjälpas genom skattelättnader i stället för motsatsen.

# Marginalkostnadskurvan för bolagens kapitalanskaffning

## KAPITALANSKAFFNINGSKOSTNADEN I INVESTERINGSKALKYLEN

Man brukar räkna med två metoder för investeringskalkyler: internräntemetoden och kapitalvärdemetoden. Naturligtvis finns det fler, t. ex. MAPI-metoden och pay-off-metoden, men några andra metoder skall inte komma i betraktande här.<sup>1</sup>

Det är inte meningen att i detta sammanhang presentera någon närmare analys av de båda förstnämnda metodernas fel och förtjänster. För detta hänvisas till den företagsekonomiska litteraturen på investeringsområdet, t. ex. Schneider, Johansson, Merrett & Sykes och Hållsten.<sup>2</sup> Sammanfattningsvis kan skillnaden mellan de båda metoderna uttryckas på följande sätt.

*Internräntemetoden* innebär, att man söker den räntefot, enligt vilken nuvärdena av de med en investering förbundna, förväntade in- och utbetalningarna precis utjämnar varandra. Internräntan är med andra ord den räntefot, vid vilken kapitalvärdet, hänfört till en eller annan tidpunkt, av samtliga in- och utbetalningar är noll. Internräntefoten används som lönsamhetsmått. *Kapitalvärdemetoden* innebär att man i stället räknar fram dessa nuvärden på grundval av en för ändamålet vald kalkylräntefot. Skillnaden mellan inbetalnings- och utbetalningsseriernas kapitalvärden, här kallad investeringsvinsten, används som mått på investeringens lönsamhet.

Båda metoderna kan för att användas vid beslut om investeringar kombine-

---

<sup>1</sup> Pay-off-metoden är den enkla kalkylmetod enligt vilken man räknar fram efter hur många år den ursprungliga investeringskostnaden hinner betalas ur löpande överskott, medan annuitetsmetoden innebär en jämförelse mellan löpande överskott och det årliga amorteringsbelopp, vilket jämte ränta enligt kalkylräntefoten vid slutet av investeringsperioden ger ett kapitalbelopp lika med den ursprungliga investeringskostnaden. Betr. MAPI-metoden jfr Terborgh [1958] och Eneroth [1961].

<sup>2</sup> Schneider [1944], s. 31 ff.; Johansson [1961], särskilt kapitel 10; Merrett & Sykes [1963], kapitel 2 och 5; Hållsten [1966b], kapitel 2.

ras med ett beräknat förräntningsanspråk. Vid kapitalvärdeметoden används förräntningskravet som kalkylränta. Vid internräntemetoden jämförs den beräknade internräntefoten med förräntningsanspråket och man avstår från investeringar, som inte uppfyller detta krav.

Båda metoderna företer svagheter. Mest utpräglade tycks dessa vara i frågan om internräntemetoden, som dels är besvärlig att kalkylera med, dels utgår från det orealistiska antagandet att pengar kan anskaffas och placeras till den sökta internräntefoten. Investeringar med mera betydande underskott (nettoutbetalningar) under en senare period än initialperioden kan med denna metod ge flera lösningar på frågan om vilken internräntefot de erbjuder.<sup>1</sup> Företeelsen förklaras lätt, om man gör klart för sig, att höga överskott (nettoinbetalningar) under vissa år är förenliga med en hög internräntefot, och att en sådan hög internräntefot reducerar nuvärdet av ett senare års nettoutbetalningar på ett orealistiskt sätt. En lägre räntefot kan samtidigt satisfiera kalkylen och på ett mera realistiskt sätt ge uttryck för nuvärdet av den framtida utbetalningen.

Kapitalvärdeметoden anses å andra sidan i praktiken stundom ha en svaghet däri, att man inte får investeringsvinsten satt i relation till det vid varje tidpunkt bundna kapitalet och därför inte alltid kan använda den för att gradera investeringar inbördes efter deras lönsamhet. Härtill kommer, att medan internräntemetoden i därför lämpade fall kan användas för lönsamhetsgradering av investeringar utan att nödvändigtvis ställa dem i relation till ett visst lägsta förräntningsanspråk — som de kanske alla gott och väl uppfyller — måste kapitalvärdeметoden förutsätta att en viss kalkylräntefot väljs, med risk att valet visar sig vara olämpligt.<sup>2</sup>

Erik Lundbergs [1961] och Olle Rencks [1967] undersökningar av svenska företags investeringsplanering tycks ge en fingervisning om att de i praktiken använda metoderna åtminstone i vårt land inte är särskilt sofistikerade. Tumregler, närmast anslutande till pay-off-metoden, tycks inte vara ovanliga, vilka, uttryckta i förräntningskrav, ofta går upp till 25 % eller mer. När kapitalvärdeметoden används för investeringskalkyler, är det också ofta med användning av i förhållande till exempelvis bankernas utlåningsräntor mycket höga kalkylräntesatser, inte sällan differentierade efter arten av placeringsobjekt.

Man får räkna med att, i den mån förräntningsanspråket på nya investeringar

<sup>1</sup> Schneider [1944], s. 18 f., ger som exempel på en investering med dubbel internräntefot ett fall med inbetalningen 1 000 i tidpunkten 0, utbetalningen 2 090 i tidpunkten 1 och inbetalningen 1 092 i tidpunkten 2, där internräntefoten kan vara antingen 4 eller 5 % och avvisar dessa fall som opraktiska. Detta slags fall kan emellertid bli praktiska när det gäller t. ex. grustäcksföretag eller andra naturförstörande aktiviteter, där ett kostsamt återställande av vad som fördärvats ingår — eller borde ingå — i förutsättningarna för den ursprungliga investeringen.

<sup>2</sup> Medan Merrett & Sykes finner sig med vissa modifikationer kunna rekommendera internräntemetoden, har Hållsten övertygande visat kapitalvärdeметодens relativa fördelar, tyvärr dock utan att explicit ta ställning till Merrett & Sykes argument.

sätts mycket högt, förklaringen kan sökas efter två linjer. För det första måste man anta, att riskfaktorn spelar en betydande roll, särskilt om utfallsberäkningarna ex post inte så ofta uppfyller de kalkylmässiga förväntningarna. För det andra är det realistiskt att räkna med att räntabiliteten hos olika projekt långtifrån alltid sätter gränsen för företagets investeringsaktivitet. I stället kan faktorer som tillgänglig likviditet, administrativ kapacitet etc. verka som restriktioner på investeringarnas omfattning. Det blir i sådant fall naturligt att fixera kalkylräntefoten mindre som en anskaffningskostnad för nytt kapital än som en alternativutnyttjandekostnad för det kapital, varöver man disponerar inom den givna investeringsramen. Använder man kapitalvärdeметoden på det sättet, kan emellertid risken uppstå att man tar dagens höga alternativutnyttjandekostnad som ett mått på kapitalkostnaden inte bara över den närmaste framtiden utan även över en kommande period, då förräntningskravet kanske bör vara ett helt annat.

I denna framställning är det investeringskalkylernas kapitalanskaffningssida, inte deras kapitalanvändningssida, som i första hand skall diskuteras. Det är naturligtvis inte möjligt att helt skilja dessa åt. Valet mellan olika investeringsalternativ kan ge preferens åt olika håll, beroende på vilken kapitalkostnad som läggs till grund för kalkylen, och det även om inte något av de alternativ man väljer mellan är marginellt i förhållande till aktuella förräntningskrav. Det är alltså inte utan vidare möjligt att utgå från att preferensordningen mellan tillgängliga investeringsalternativ är bestämd, och att det bara är frågan om att räkna fram vilket eller vilka av dem som uppfyller givna förräntningskrav, vilka senare får antas påverkade av skatterna på sätt vi här skall undersöka. Men skall man börja nysta upp de sammanhängande problemen från skattesidan, kan det ändå te sig rationellt att åtminstone inledningsvis utgå från hypotesen att det finns en kapitalanskaffningssida, som kan diskuteras isolerad från kapitalanvändningen.

De investeringsplaner, som vi har anledning att granska i detta sammanhang, avser *realinvesteringar*. De finansiella investeringarna låter vi spela rollen av *placeringsalternativ*, av betydelse för att fixera det förräntningsanspråk, som kapitalets alternativutnyttjande i finansiell placering representerar. Skatterna kan påverka ett på detta vis bestämt förräntningsanspråk genom en mer eller mindre förmånlig behandling av vissa finansiella placeringar, t. ex. bolags aktieplaceringar. Det måste då observeras, att samtidigt som skattefriheten för aktieutdelningar i princip kan tjäna till att stegra vissa aktiebolags förräntningsanspråk på reala investeringar med hänsyn till den högre alternativutnyttjandekostnaden, kan den verka förbilligande från de aktieemitterande bolagens synpunkt. Den sammanlagda roll dessa effekter kan spela beror bl. a. på hur dominerande aktiebolagsefterfrågan på aktier är för kursställningen. Ett aktiebolags investering i ett rörelsedrivande dotterbolag för att möjliggöra dettas realinvesteringar får i detta sammanhang samma innebörd som om realinvesteringen gjorts direkt av moderbolaget. Ett aktiebolags tillfälliga placering i börsnoterade aktier — i den mån sådan tillåts ske med skattefrihet för

mottagen utdelning — kan tänkas äga rum till en aktiekurs, påverkad av skattefria subjekts efterfrågan och därmed högre än som skulle motsvara normalplacerarens förräntningsanspråk netto efter skatt. En emission kan, om den sker på villkor, anpassade efter beskattade placerares efterfrågan, te sig onödigt gynnsam för placerarna sedd från synpunkten av vad som varit möjligt att uppnå, om sådant placeringssökande bolagskapital funnits att tillgå, vars förräntningsanspråk dikterats av skattefrihet för mottagna utdelningar.

Knuten löses kanske därigenom, att förräntningsanspråket för de placerares del, som befinner sig utanför den privilegierade sektorn, anpassas nedåt i förhållande till vad det skulle varit, om dessa personer kunnat placera mot skattefri utdelning. Men naturligtvis är denna fråga problematisk, och det blir tillfälle att återkomma till den utförligare i andra sammanhang.

## RISKFAKTORNS BEHANDLING

En faktor, som uppträder både på kapitalanskaffningssidan och på kapitalanvändningssidan, är risk- och osäkerhetsfaktorn. Utan att göra anspråk på minsta fullständighet skall vi här något gå in på dess betydelse.

I själva kapitalanskaffningen ligger ett riskelement. Främst blir det här frågan om den »borrower's risk», som det innebär, att faran för borgenärsinblandning, insolvens och fallissemang anses öka med andelen främmande kapital i rörelsen. För att kalkylmässigt förklara de motiv, som kan leda företag att föredra dyrbara aktieemissioner eller den långsammare expansionstakt en fullständig självfinansiering kräver framför en från lönsamhetssynpunkt med bortseende från risken fördelaktigare kreditfinansiering, måste man betrakta riskfaktorn som ett väsentligt element på kapitalanskaffningssidan.

Låntagarrisken kan vid en viss grad av kreditfinansiering — det kan t. ex. vara vid överskridande av den traditionella 50 %-gränsen för främmande kapital — framstå som en faktor, ägnad att höja den kalkylmässiga kostnaden för främmande kapital till en prohibitiv nivå. Vem det är som i praktiken sätter den gränsen kan vara olika. I många fall kan det väl vara från långivarsidan, enkannerligen bankerna, som traditionella krav på egen kapitalbas hävdas. I andra är det redan inom företagsledningen, som man av egen försiktighet eller en bjudande tradition avhålls från alltför äventyrliga kreditfinansieringsåtgärder. Det behöver inte alltid vara ett svalg befast mellan de konservativa regler för sund finansiering, som företagarna söker tillämpa, och de synpunkter, som kreditinstituten anlägger.

Gordon (s. 67–82), som sysslar med riskfaktorn vid aktievärdering, betraktar riskfaktorn som en korrektionspost till placerarnas förräntningsanspråk. Den varierar i hans modell bl. a. med variationen i avkastning, användningen av främmande kapital, likviditeten, tillväxthastigheten (andelen nedplöjd vinst) och företagsstorleken. I samband med Gordons resonemang om skattefaktorn — vilket knappast är avsett att vara fullständigt och knappast är det

ens i den utsträckning författaren avsett<sup>1</sup> — kommer riskfaktorn med på motsvarande sätt.

I en framställning av här föreliggande slag är det dock knappast helt tillfredsställande att genomgående låta riskfaktorn komma in som en modifikation av förräntningsanspråket. De jämförelser mellan investeringar under olika skattevillkor, som vi skall göra, måste nämligen med en sådan uppläggning antas avse från risksynpunkt helt likvärdiga investeringar, om inte de använda diskonteringssatserna skall tillåtas på ett ohanterligt sätt variera både med skatten och risken. Detta kan knappast vara realistiskt, särskilt inte när det är frågan om investeringar som binder kapitalet under olika lång tid.<sup>2</sup> Det förefaller å andra sidan inte heller alldeles övertygande att anta, att riskvärderingen påverkat den beräknade avkastningen av investeringen, t. ex. i form av en medvetet pessimistisk värdering av med osäkerhet behäftade förväntningar om en investerings utfall. Man kan nämligen inte räkna med att skattefaktorn påverkar den förväntade avkastningen på samma sätt, när denna kalkylerats som medelvärde av en serie mer eller mindre sannolika utfall med stor spridning, som när spridningen av de alternativa utfallen är ringa.

Vi skall i det följande göra ett antagande om enhetlig avkastning brutto före skatt för alla studerade investeringsalternativ. Om vi dessutom utgår från att risktagandet varierar mellan olika investeringar, måste vi korrigera vårt avkastningsmått med hänsyn till denna faktor. Ju riskablare investeringen är, desto större måste avdraget från den förväntade avkastningen bli för att erbjuda jämförbarhet med investeringar i annat riskläge. Vi behöver ett avkastningsmått som är standardiserat med avseende på risktagandet, så att alla jämförelser kan ske mellan investeringar på senare risknivå. Vi kan inte heller räkna med att skatter och risktagande är två av varandra oberoende faktorer.

Tvärtom måste vi räkna med åtminstone två typer av skattepåverkan på riskvärderingen. Framför allt kan det tänkas, att skatten innebär en ojämn belastning av investeringskalkylen därigenom, att den »överränta», som skall kompensera för risken, blir beskattad, medan förlusten, om det blir någon, får bäras av den skattskyldige själv utan att rendera honom någon motsvarande lättnad.

Klarast exemplifieras detta av det fall, då mot en skattepliktig vinst vid ett lyckosamt utfall svarar en icke avdragsgill kapitalförlust vid motsatt utgång. Särskilt efter införandet av 1966 års aktievinstskatteregler har värdepappersinvesteringarna kommit att i högre grad än förut motsvara den beskrivningen. Hobbyverksamhet, fritidsuppfinnande och liknande sysselsättningar företer likartade egenskaper genom att ett överskott ofta skattemässigt ger verksam-

---

<sup>1</sup> Gordon [1962] gör på s. 132 m. fl. ställen samma förenkling, som berörts ovan i kapitel 3, s. 65.

<sup>2</sup> Jfr Näslund [1966] och [1967]. I det senare arbetet visas till vilka paradoxala resultat man kan komma om man försummar att anknyta sin riskavversionsfunktion till den praktiska verkligheten — i detta fall främst möjligheten att variera investeringsperiodens längd med hänsyn till interimistiska utfall.

heten den karaktär av förvärvskälla, som den inte erkännes äga, så länge den går dåligt.

Det kan också hända, att en förlust i princip är avdragsgill, men att dess tyngd också känns betydande, eftersom någon vinst som skulle göra det möjligt att utnyttja avdraget inte uppkommit och inte med tillräcklig säkerhet påräknas uppkomma under den sexårsperiod, för vilken förlustutjämningsmöjligheter föreligger. Beträffande progressivt beskattade skattskyldiga är det också uppenbart, att eventuella skattelättnader på grund av en avdragsgill förlust regelmässigt kommer att väga mindre tungt än skattebördan på en eventuell vinst.

Alla dessa omständigheter är sådana som mera har att göra med en i viss mening objektiv riskfördelning, beräknad netto efter skatt, än med en i samma mening subjektiv riskvärdering. Det kan sägas, att vi i resonemanget är be-  
tjanta av att göra en åtskillnad mellan å ena sidan den »objektiva» riskfördelningen mätt före skatt, lika för alla placerare med samma insikt eller förväntan om framtiden, å andra sidan den subjektiva värdering placerarna ger denna, vare sig deras riskvärdering hänför sig till med deras individuella skattesituation förbundna, objektiva moment av det slag vi just berört, eller till med deras individuella läggning förbundna, subjektiva attityder.

Dessa attityder kan tänkas påverkade av skatten på flera sätt. Det är t. ex. möjligt, att den skattskyldige på grund av skatten blir mera benägen än förut att acceptera en större risk för att få en högre förväntad avkastning. Det kan gälla, om skatten så väsentligt reducerar avkastningen på den skattskyldiges investeringar, att han känner sig vara i starkare behov av en inkomstförstärkning. Den effekten kan tänkas utgöra en motvikt mot den negativa inverkan av skatten på riskviljan, som vi just berört. Av annan karaktär är vidare den positiva inverkan på riskviljan, som förekomsten av vissa skatteprivilegierade men riskabla investeringar för med sig. Exemplet är här främst de tillväxtpapper på aktiebörsen, vilkas attraktionskraft som medel att få skattebilliga kapitalvinster kan tänkas dominera över det avskräckande moment den med dem förbundna risken kan innebära. Främst är det här naturligtvis frågan om en skatteeffekt på placeringens riskläge. Men därtill kan komma en psykologisk effekt, härledd ur den speciella tillfredsställelse det kan ge vissa grupper av skattskyldiga att ha chansen att lyfta en viss vinst skattefritt eller mot ned-satt skatt, även om den eventuella skattefrihetsförmånen fått betalas i form av ökad risk eller minskad bruttoavkastning.

Om riskvärderingen för bolagsinvesteringar skiljer sig från den för privata investeringar, kan vi däri se en anledning att göra skillnad mellan å ena sidan den marginellt förväntade avkastningen på bolagsinvesteringar, och å andra sidan det förräntningsanspråk hos placerarna, som man måste utgå från sätts med hänsyn till alternativt uppnåelig avkastning. I själva verket tillhör detta de äldsta argumenten för en särskild skatt på aktiebolagens vinster. Man har menat, att friheten från personligt ansvar för aktiebolagets skulder har gjort den ekonomiska risken med en bolagsinvestering mindre än den risk, som

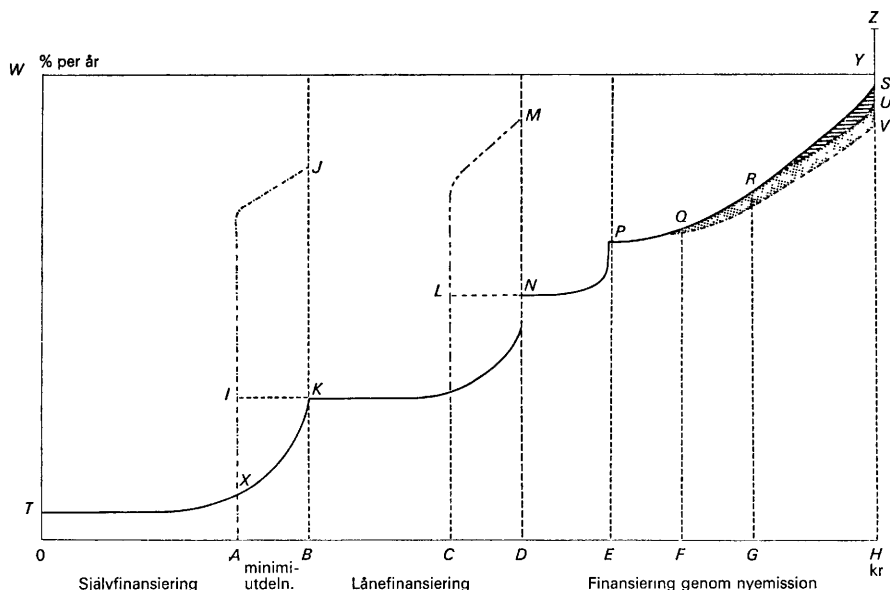
ägarna skulle löpa vid motsvarande investering i en företagsform, som inte utesluter personligt ansvar. Det har ansetts skäligt att genom en extra belastning av bolagsvinsten låta det allmänna få del av denna förmån. Men det är knappast sannolikt att för dagens bolag just ansvarsfriheten spelar en avgörande roll för riskvärderingen. Just där den skulle väntas spela den största rollen — hos mindre bolag med otillräcklig kapitalbas — torde den ofta vara eliminerad genom att kreditgivarna kräver personlig borgen av den fysiska person, som är huvudaktieägare.

Benägenheten att ta risker kan däremot för bolagens del vara större än för fysiska personer på en annan grund, nämligen att bolagsvinsternas proportionella beskattning gör behandlingen av en fluktuerande inkomst likvärdig med behandlingen av en mera jämnt flytande inkomst, så snart det inte är fråga om underskott. Om det uppstår underskott är möjligheterna att få motsvarande skattereduktion begränsade till den i förlustutjämningsförfordningen förutsedda sexårsperioden, och en ettårig fördröjning måste man i varje fall räkna med. Därtill kommer den nackdel, som det innebär, att eventuella underskott, som inte hunnit utnyttjas till förlustavdrag enligt förfordningen, för fåmansbolagens del måste utnyttjas innan aktierna säljs, om avdragen inte helt skall frysa inne. Det är alltså inte så, att alla faktorer verkar i samma riktning, även om det kanske är tillåtet att anta, att huvudtendensen talar till förmån för bolagsinvesteringarna i det avseende det här gäller.

Generellt, alltså både för bolag och fysiska personer, får man anta, att en mera diversifierad investeringsverksamhet minskar risken genom att underskott på en investering ofta kan utnyttjas mot överskott på andra investeringar. Därför bör det vara rimligt att anta en större benägenhet att ta risker med en given investering hos större företag än hos mindre, hos mångsidigt inriktade företag i förhållande till mera ensidiga företag. På motsvarande sätt finns det skäl att räkna med att möjligheterna att inom en företagsgrupp genom koncernbidrag eller på annat sätt låta ett bolags förluster utjämnas mot ett annat bolags vinster gör riskbenägenheten större i ett bolag, som utgör del av en koncern, än i ett företag, som är hänvisat till sig självt eller till ägare utan resurser att lämna koncernbidrag av detta slag.

Men med samma resonemang vore det också möjligt att komma fram till en annan slutsats, som inte helt är förenlig med idén om aktiebolagens större benägenhet att ta risker; om det gäller investeringar i fåmansbolag, är det nämligen vanligt, att eventuella underskott inte kan påräknas bli utnyttjade i samma omfattning inom bolaget som de skulle bli, om de kunde gå i avräkning mot ägarnas egna inkomster och reducera deras skattebörda. En illustration till detta förhållande kan man se i den praxis, som utvecklats i samband med de tidigare (s. 46) nämnda s. k. »Subchapter S corporations» i USA. Om dessa gäller, att de — därest vissa villkor avseende bl. a. maximistorlek och största antal aktieägare är uppfyllda — kan begära behandling som handelsbolag. Därigenom blir eventuella underskott direkt avdragsgilla vid delägarnas taxering. Så länge det är frågan om underskott anmäler många bolag

Diagram 2. *Marginalkostnadskurvan för kapitalanskaffning*



sin önskan om sådan skattebehandling, men när bladet vänder sig och operationerna börjar ge vinst ser man till att bryta mot något av de formella villkoren, så att normala bolagsskattebestämmelser blir tillämpliga.

Med det sagda har problemet ställts. I det följande skall vi nöja oss med antagandet, att risktagandet i vid bemärkelse är detsamma för alla jämförbara investeringar eller att investeringar i olika riskläge efter korrigering för risken ger samma förväntade avkastning.

## KOSTNADSKURVANS UTSEENDE

### *Trappstegskurvans premisser*

Även med bortseende från skatterna är det med hänsyn till riskfaktorn naturligt att anta, att marginalkostnadskurvan för kapitalanskaffning får ett trappstegsvis stigande utseende.<sup>1</sup> Som en utgångspunkt för diskussionen av de faktorer, som kan tänkas påverka detta utseende, har i diagram 2 ovan skisserats en tänkt sådan kostnadskurva. Eftersom avsikten är att i första hand diskutera hur dess förlopp skulle kunna tänkas te sig före skatt, måste det här bli frågan om en ren frihandskonstruktion utan verifieringsmöjlighet. Meningen är att på grundval av vad man kan anta om denna tänkta kostnadskurvas utseende diskutera, och i vilka avseenden den kan förmodas bli påverkad av beskattningen bygga en teori angående beskattningens roll i avseende på investeringskalkylernas kapitalanskaffningssida.

<sup>1</sup> Se t. ex. Hoover [1954], s. 206 och Duesenberry [1958].

Man kan tänka sig att kurvan börjar med den del ( $TK$ ), som motsvarar *självfinansiering*. Kostnaden för det kapital, som på detta sätt står till förfogande, kan inte mätas på annat sätt än som en alternativutnyttjandekostnad. Eftersom vi utgår från att kurvan skall kunna användas för testning av den inom varje investeringsram räntablaste marginella realinvesteringens lönsamhet, kommer som alternativt utnyttjande här i fråga antingen finansiell investering eller utdelning till aktieägarna, i senare fallet antingen för konsumtion eller för fortsatt finansiell investering eller realinvestering.

Det är av olika skäl sannolikt, att räntabilitetskontrollen är mindre rigorös vid ersättningsanskaffning än vid nyinvestering, liksom också vid användandet av avskrivningsmedel i jämförelse med dispositionen av nytt kapital för investeringsändamål. Vill man ge uttryck häråt kan det, som hos Hoover [1954], s. 206, ske genom en differentiering mellan avskrivningsmedel och nettovinst, varvid de förra medlens förräntningsanspråk skulle vara lägst. Att en sådan åtskillnad inte är okänd i praktiken framhålls t. ex. av Dean [1952], s. 39, vilken på goda grunder kritiserar förfarandet. Det är inte otänkbart att vi i Sverige står i en något bättre situation. Allokeringen av avskrivningsmedel kan ju antas ske mindre slentrianmässigt, när liberala avskrivningsregler gör att medlen ofta överstiger det omedelbara behovet av kapital för ersättningsanskaffningar, än när avskrivningsreglerna är snålare.

Det kanske också kan ses som en relativ fördel, att skattereglerna i Sverige endast för vissa slag av ersättningsanskaffningar — det gäller fartygsinvesteringar vid användande av investeringsfonder för fartyg<sup>1</sup> — knyter särskilda förmåner till investeringar av visst slag motsvarande vad som tidigare funnits. I andra länder har möjligheterna till vidareförande av dolda reserver ofta inskränkts till investeringar av likartat slag med dem, till vilka reserverna tidigare varit knutna. Vidmakthållandet av en en gång given sammansättning av reaktillgångarna kan emellertid inte betraktas som ett gott i och för sig. Åtgärder, som förbilligar användningen av avskrivningsmedel för vissa investeringar i jämförelse med andra investeringar kan inte generellt bidra till en rationell resursallokering.

Med hänsyn till det från ekonomisk synpunkt orationella i en åtskillnad mellan kapitalkostnader för ersättningsanskaffning och motsvarande kostnader för nyinvestering har den inte medtagits i diagrammet.

Slutet på detta första trappsteg kan motsvaras av den punkt,  $K$ , där de egna medlen ( $OB$ ) är slut, bortsett från nödvändig transaktionskassa och — en i och för sig diskutabel punkt med hänsyn till den eventuellt med ränteläget varierande likviditetspreferensen — likviditetsreserv. Det kan emellertid inte uteslutas, att alternativutnyttjandekostnaden är så hög, att det lönar sig för företaget att företa upplåning för finansiell investering, i vilket fall något trappsteg av här angivet slag inte alls förekommer. Frågan kan bli aktuell i sådana fall, där vad som formellt framstår som en finansiell investering

<sup>1</sup> Den föräldrade men fortfarande av flertalet använda kontantredovisningsmetoden för jordbruk är ett annat exempel.

i själva verket har realinvesteringens karaktär, t. ex. därför att den avser aktier i dotterbolag.

Om sistnämnda komplikation kan utelämnas i denna förenklade framställning av vad som framstår som »normalfall», kan man däremot inte bortse från en faktor, som begränsar utrymmet för självfinansierade investeringar, nämligen intresset att upprätthålla en viss utdelning. Även här kan det naturligtvis vara frågan om skatteeffekter, t. ex. när upphävande av skattefriheten för bolags aktieutdelningar eller ersättningsskatt drabbar bolag, som inte i skäligen omfattning utdelar sin vinst. Men även bortsett från skatterna kan det finnas särskilda hänsyn att ta. Bolagen — speciellt de börsnoterade — kan känna ansvar inför sådana aktieägare, som för sin försörjning är beroende av regelbundna utdelningar. Bolag med allmännyttiga stiftelser och fonder bland aktieägarna stryper ogärna utdelningen och därmed den välgörande verksamheten. Och kanske viktigast är den synpunkten, att bolag kan känna sig behöva upprätthålla en viss utdelning i kursvårdande syfte. En kursstödjande utdelningspolitik, t. ex. innebärande upprätthållandet av en viss minimiutdelning ( $AB$ ), kan bl. a. anses behövlig för att i framtiden möjliggöra finansiering genom aktieemission.

I sistnämnda fall får man kanske se sammanhanget så, att den kostnad företaget ikläder sig för att vidmakthålla den av kursvårdande skäl önskade utdelningsnivån har till syfte att hålla nere den marginella kapitalanskaffningskostnaden för sådant kapital, som måste anskaffas genom nyemission. Läget kan alltså vara sådant, att bolaget för att kunna nyemittera till rimlig kurs måste lämna en acceptabel utdelning, men att bolaget å andra sidan för att kunna lämna sådan utdelning måste finansiera sina investeringar med nyemission i större omfattning än som skulle krävts, om utdelning underlåts. Avvägningen inför utdelningsbeslutet måste här ske med hänsyn till att ett kanske relativt ringa utdelningsbelopp kan tänkas få en finansiellt mycket betydande inverkan på den möjliga nyemissionskursen, liksom att en stabil utdelning påverkar nyemissionsmöjligheterna även på längre sikt och förden skull inte får ses endast i sammanhang med kostnaderna för den kapitalanskaffning, som är nödvändig just under det aktuella året.

I valet mellan att dela ut tillgängliga medel och att använda dem för investeringar kan den kursstödjande utdelningen betraktas som ett sådant alternativt utnyttjande av medlen, vars lönsamhet dikteras av i vilken mån företaget på längre sikt tänker sig kunna behöva ta kapitalmarknaden i anspråk för nyemission. Det kommer alltså att bland annat bli på den planeringen det beror, vilken alternativutnyttjandekostnad medlen har vid investering. Det säger sig självt att variationerna här måste bli mycket stora. Ett företag i uppbyggnadsskedet kan exempelvis tillåta sig att vänta med utdelningar några år för att ta vara på de möjligheter till speciellt räntabla investeringar, som innovationsperioden erbjuder. Ett mera inarbetat företag kan å andra sidan riskera en väsentlig prestigeförlust och en därmed avsevärt försämrad position på marknaden för nyemissioner, om det låter utdelningen sjunka eller helt

försvinna något år. Ett företag, som räknar med att snart behöva vända sig till öppna marknaden med en nyemission av aktier, kan förmodas ägna frågan om utdelningens höjd ett helt annat intresse än ett bolag, vars finansieringsbehov för överskådlig tid anses kunna täckas genom självfinansiering och krediter. Ett företag, som räknar med att vid emission främst kunna vända sig till placerare med intresse av långsiktig kapitalvinst, kan hysa mindre ängslan för något års underlåten utdelning än ett bolag, vars aktieägarklientel sätter största värdet på hög och jämn utdelning. Det är alltså tänkbart, att det förräntningsanspråk, som måste uppfyllas för att ett bolag skall ta normalt för utdelning avsedda medel i anspråk för investeringar, varierar mellan en nivå icke nämnvärt överstigande förräntningsanspråket för andra självfinansierade investeringar ( $AX$ ) och en nivå över den som motsvarar anskaffningskostnaden för genom nyemission av aktier förvärvat kapital ( $BJ$ ). Bedöms utdelning som nödvändig blir kurvans förlopp icke  $TXK$  utan  $TXIK$ , och dess följande förlopp förskjuts i motsvarande grad åt vänster, vilket ej utritats i diagrammet.

Efter självfinansieringen kommer som nästa steg på trappstegskurvan ( $KN$ ) *lånefinansiering*. Här kan det verka lämpligt att kostnaden för kapitalet mäts som en anskaffningskostnad. Den lånefinansierade marginella investeringens räntabilitet kalkyleras på grundval av marginell räntekostnad jämte ett risktillägg för vad vi ovan betecknat med »borrower's risk». Någonstans på trappsteget böjer kostnadskurvan av uppåt. Krediten blir dyrbarare, i samma mån som tillgängliga säkerheter tagits i anspråk, och »borrower's risk» motiverar ett allt större risktillägg, i den mån den inte sätter en gräns för lånemöjligheterna.<sup>1</sup> Vid kreditrestriktioner kan en sådan gräns också förekomma, möjligen dock i form av ett extra trappsteg motsvarande övergången från upplåning hos kreditinstitutionerna till upplåning på den grå marknaden. I lägen, där det är en sådan gräns som bestämmer investeringsramen, kan kapitalkostnaden naturligtvis från företagets synpunkt vid investeringsplaneringen återigen bli en alternativutnyttjandekostnad, nämligen för det kapital, som företaget alls är i stånd att låna upp. En sådan situation blir, som lätt inses aktuell endast om man utgår från att upplåning alls äger rum.

Även för lånefinansiering kan man ibland tala om en gräns (antydd med  $C$  på diagrammet) motsvarande den, som intresset av en vidmakthållen utdelning sätter för självfinansieringen. Alltför starkt beroende av främmande kapital för finansieringen av ett företag kan nämligen verka återhållande på aktieköparnas intresse för en nyemission av aktier i samma företag. Kurvförloppet kan i sådant fall tänkas bli  $KLN$ , med motsvarande — här ej utritade — väns-terförflyttning av den fortsatta kurvan.

#### *Kort om Modigliani–Millers argument*

Modigliani och Miller [1958], s. 261–297, har med ett logiskt bestickande men sannolikt mindre relevant resonemang sökt visa, att den totala förräntningen av hela det i ett företag arbetande kapitalet, mätt som nominella beloppet av

<sup>1</sup> Jfr Eliasson, [1967] kapitel 2.2.

främmande kapital plus börsvärdet av aktierna, för företag i samma riskklass är densamma, oavsett vilken fördelning som råder mellan eget och främmande kapital, eftersom riskränteanspråket för det egna kapitalet måste stiga med andelen främmande kapital och ligga lägst, där några lån inte förekommer.

Traditionellt har man brukat anta, att skuldfinansiering upp till en rimlig nivå framstår som närmast likgiltig från aktieägarnas säkerhetssynpunkt. Antar man att förräntningen av hela det i företaget arbetande kapitalet är given, och att låneräntan ligger under den effektiva förräntningen av bolagets aktier, räknad på börskursen, anses fördenskull kreditfinansiering kunna medföra att kursen på företagets aktier blir högre än den som skulle varit, om finansieringen helt skett genom aktieemission. Denna traditionella uppfattning har bl. a. den innebörden, att man som kostnad för upplånat kapital upp till en viss gräns kan räkna med räntekostnaden utan att därutöver ta hänsyn till att upplåningen skulle göra nyanskaffat aktiekapital i motsvarande mån dyrbarare för bolaget.

Modigliani och Miller menar emellertid, att detta slags resonemang förutsätter en imperfekt marknadsfunktion, eftersom i ett sådant läge aktieägarna i skuldbelastade företag borde kunna sälja sina aktier och med tillhjälp av lån i motsvarande omfattning köpa aktier i skuldfria företag. De behövde f. ö. inte ens ta upp egna lån, utan det skulle räcka med att de sålde ut av sina obligationsinnehav för att i stället köpa aktier i mindre skuldbelastade företag. Vad man kan anmärka mot detta från sina förutsättningar korrekta påstående är — förutom att skattefaktorn, enligt vad senare skall beröras, stör bilden — att det kanske i otillräcklig grad tar hänsyn till att det finns investerare på marknaden, vilka helt eller åtminstone i allt väsentligt är hänvisade till placering i lånepapper, t. ex. försäkringsbolagen. I regel torde det också ställa sig billigare för bolag än för enskilda att låna upp kapital, möjligheterna att låna bör vara större, och aversionen mot upplåning måste som Barges nämnt, vara större, om det gäller för en privatperson att låna för aktieköp, än när det gäller ett bolags lån för att finansiera en investering.<sup>1</sup> Här kommer ju bolagens frihet från personligt ansvar med i bedömningen.

Den arbitragehandel Modigliani-Miller talar om kan därför knappast fortgå obegränsat utan har en gräns uppåt i det läge, där placeringarna inte längre kan sälja obligationer utan är hänvisade till att ta upp lån, som blir dyrare för dessa aktieägare än de skulle varit för motsvarande bolag. Dessutom kompliceras Modigliani-Millers resonemang åtskilligt, om man tar hänsyn till kursvariationerna på obligationsmarknaden och inte bara på aktiemarknaden.<sup>2</sup>

En särskild svaghet hos Modigliani-Millers teori, som dessa författare själva påpekat, är att den i sin grundläggande form är uppställd utan hänsyn till

<sup>1</sup> Jfr Barges [1963] vilket arbete innehåller en omfattande kritik mot Modigliani-Millers teser.

<sup>2</sup> Här är inte platsen för en djupgående analys av Modigliani-Millers teori. Härför kan hänvisas, förutom till Barges arbete, till Hållsten [1966a], s. 74-88, och där anvisad litteratur.

skatt.<sup>1</sup> Tar man med skattehänsynen, och antar man ett system i vilket aktieutdelningen inte får dras av medan räntor är avdragsgilla, kommer man till slutsatser, som skiljer sig från den grundläggande teorin på dess mest fundamentala punkt.

Oavsett hur långt Modigliani–Millers resonemang håller stånd inför en teoretisk eller empirisk prövning, kan det dock betraktas som rimligt att räkna med att aktieemission är svårare för ett kraftigt skuldbelastat företag än för ett bolag med enligt konventionella normer sunda finanser. Därför kan man i analogi med det resonemang som förts ovan rörande betydelsen av utdelning för emissionsmöjligheterna sannolikt räkna med att den i sista hand möjliga upplåningen får köpas till priset av försämrade nyemissionsmöjligheter. Möjligen låter det sig också sägas, att den nyemission av aktier, som äger rum, betingar en »opportunity cost» motsvarande värdet av den lånemöjlighet, varifrån bolaget i kursvårdande syfte avstått, när det inte till det yttersta utnyttjat sin kredit.<sup>2</sup>

### *Nyemissionernas behandling*

I sista hand ( $N-S$ ) kommer så finansiering genom *nyemission*. Man kan naturligtvis diskutera, om det är rimligt att som här ta för givet, att det just är finansiering genom nyemission, som alltid skall ligga längst till höger på kapitalkostnadskurvan. I själva verket går det resonemang som här förts inte heller ut på någonting sådant. Självfinansiering till priset av sänkt utdelning och kreditfinansiering till priset av risker för företagets solvens är finansieringsformer, som gott och väl kan motsvara en högre kapitalanskaffningskostnad ( $BJ$  respektive  $DM$ ) än nyemission gör. Kostnadskurvan kan därför få ett helt olikartat utseende beroende på i vilken grad företaget i fråga redan utnyttjat sina finansieringsmöjligheter. Diagrammet måste därför enbart ses som en principskiss. Meningen är bara att förmedla en allmän föreställning om hur finansieringskostnaderna kan te sig för ett bolag, vilket i princip ser alla möjligheter stå öppna intill vissa gränser.

Naturligtvis kan skattefaktorn, till vilken vi skall återkomma utförligare i den senare framställningen, fördyra kapitalanskaffning genom aktieemission i förhållande till upplåning. Men även utan hänsyn till skattens inflytande torde det för företag, vilkas upplåning inte redan sprängt gränsen för vad som anses ekonomiskt försvarbart i fråga om finansiering med främmande kapital, betraktas som normalt, att upplåning ställer sig billigare än nyemission.

<sup>1</sup> Modigliani & Miller [1963], s. 433–443, innehåller en korrektion av 1958 års artikel med hänsyn till skattefaktorn. Jfr även Miller & Modigliani [1966], s. 333–391.

<sup>2</sup> Som Hållsten [1966a], s. 83, påpekar måste det också för att ge en rimlig tolkning åt Modigliani–Millers teori finnas någon gräns för lånefinansieringen, om inte aktievärdet skall gå mot noll och effektiva avkastningen på aktierna mot oändligheten. Däremot är det knappast hållbart att, som Modigliani–Miller [1965], s. 527, ta olikheterna i kapitalstruktur mellan olika bolag till intäkt för att det ligger någon sanning i deras teori — för att så göra, måste man först finna ett sätt att skala bort effekten av självfinansieringen som den finansieringsväg företagen ofta finner billigast.

Man skall härvid inte låta förvilla sig av att den effektiva förräntningen på börsnoterade bolags aktier ofta ligger under den effektiva förräntningen på deras förlagsbevis. För att inte en »urvattning» skall äga rum genom nyemission av aktier (preferensaktier undantagna) krävs det nämligen inte bara att avkastningen på det genom nyemissionen erhållna kapitalet täcker utdelningen på de nya aktierna. Det krävs även, att avkastningen i fråga står i minst samma förhållande till det genom nyemissionen erhållna kapitalet, som den totala avkastningen — beräknad under förutsättning att nyemissionen och den nya investeringen inte äger rum — på bolagets förut innehavda, egna kapital till börsvärdet av de gamla aktierna.<sup>1</sup> Om detta krav inte är uppfyllt, betyder det, att de gamla aktieägarna avstår från en del av de inom bolaget ackumulerade reserverna till de nya aktieägarna.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Observationen att jämförelsen skall göras med den avkastning det gamla kapitalet skulle ge om nyemissionen och den nya investeringen underlättes, är Solomons [1955], s. 242 f. Om man måste räkna med sjunkande avkastning på det gamla kapitalet vid underlåten utvidgning, är ju den avkastning man kan räkna med som följd av utvidgningen att tillskriva det nya kapitalet och inte det gamla. Bedömningen av vad som i detta sammanhang skall förstås med urvattning måste alltså göras med utgångspunkt från läget med och utan utvidgning. Om det däremot är möjligt att göra samma investering med lånefinansiering, är det naturligtvis riktigt att göra jämförelsen med den avkastning de gamla aktierna skulle givit under förutsättning att investeringen företagits med upplånade medel.

<sup>2</sup> Följande exempel visar sammanhanget:

Vi antar att ett bolags aktiekapital är 1 000 000 kr, fördelat på 10 000 aktier om nom. 100 kr. Det egna kapitalet enligt balansräkningen är 3 000 000 kr, och aktierna noteras till 250 kr. Efter skatt uppgår nettovinsten till 300 000 kr motsvarande 10 % av det egna kapitalet. Hälften därav utdelas, motsvarande 15 % på aktiernas nominella värde och 6 % på börskursen.

Bolaget vill genom nyemission få in ytterligare 500 000 kr. Om nu bolagsledningen skulle resonera så, att 6 % är det förräntningskrav marknaden ställer, och att en emission av 5 000 nya aktier därför skulle vara försvarlig, om bara de 500 000 den inbringar netto efter skatt avkastar 30 000 kr per år, kan detta visserligen vara ett i viss mån korrekt resonemang i frågan om preferensaktier — om dessa kunde emitteras på för bolaget så gynnsamma villkor — men det bleve alldeles missvisande för stamaktiernas del. Vinsten skulle ju inte öka med mer än 10 %, medan aktiekapitalet skulle gå upp med hela 50 %. Räknar man med att marknaden värderar aktierna på grundval av kapitaliserad årsvinst, stiger aktiestockens värde från 2 500 000 till 2 750 000 men aktiernas antal från 10 000 till 15 000, varigenom kursen sjunker från 250 till 183⅓. Visserligen innebär den nya kursen att teckningsrätterna får ett värde, motsvarande 41⅓ % per gammal aktie, men därigenom täcks likväl endast en del av kursförlusten.

Däremot blir det inte mycket riktigt att räkna med ett förräntningskrav motsvarande samma 30 % av för de nya aktierna inbetalt belopp, som hittillsvarande avkastning utgjort av det nominella aktiekapitalet. Ett så blygsamt tillskott som med 500 000 till ett eget kapital av 3 000 000 skulle, om detta förräntningskrav vore uppfyllt, leda till en 50 %-ig vinstökning — en expansionsmöjlighet, som sannolikt skulle tagit sig uttryck i kursen före emissionen. Skulle man räkna med en avkastningsstegring av detta format, och skulle kurssättningen i förhållande till nettovinsten vara densamma som vi tidigare antagit, alltså med nettovinsten motsvarande 12½ % av börskursen, vore det möjligt för de gamla aktieägarna att i princip ta ut 75 kr per aktie för teckningsrätterna.

Vill man söka det teoretiska förräntningskrav, som måste uppfyllas för att bolaget skall kunna få sina 500 000 utan vare sig urvattning eller något värde på teckningsrätterna,

Bilden kompliceras av att en nyemission av detta slag i regel äger rum med en de gamla aktieägarna tillkommande förhandsteckningsrätt av icke obetydligt värde. Det innebär reellt, att en del av det mervärde, som deras aktier representerar, ställs till deras förfogande, antingen i den formen, att de kan tillgodogöra sig teckningsrätten och därmed behålla sin relativa andel i bolaget, eller så, att de säljer teckningsrätten. Genom detta system kan en framgångsrik emission säkras genom en tillräckligt låg emissionskurs, utan att de gamla aktieägarna riskerar att vederlagslöst till köparna av de nya aktierna behöva avstå något av vad deras rätt i bolaget är värd.

Det förefaller i detta fall korrekt att räkna med att någon »urvattning» inte äger rum, även om nyemission sker till en mycket låg kurs, blott den nyss angivna förutsättningen är uppfylld, nämligen att förräntningen på de medel bolaget erhåller vid nyemissionen motsvarar samma förräntning som bolagets totala avkastning vid underlåten nyemission skulle motsvarat räknat på börskursen på dess aktier. Att detta gäller kan lätt visas, om man betraktar förfarandet som en blandning av fondemission och nyemission och utgår från att de gamla aktieägarna utnyttjar vad de får in genom avyttring av teckningsrätter till att begagna de teckningsrätter de själva behåller.<sup>1</sup>

Gör man lönsamhetsberäkningen för en nyemission på detta sätt lär det i regel visa sig, att förräntningskravet ligger högre vid aktiefinansiering än vid lånefinansiering. Visserligen kan man få ett motsatt intryck, om man mäter förräntningsanspråket för genom nyemission invunnet kapital på grundval av förhållandet mellan börskursen på gamla aktier och en nettovinst, beräknad enligt konventionella grunder på sådant sätt, att orealiserad värdestegring på bolagets tillgångar inte ingår. En god del av attraktionskraften hos aktierna

finner man, att bolaget för att uppfylla dessa villkor måste emittera 2 000 aktier till kursen 250, och att detta kan ske, om avkastningen på de för aktierna inbetalta 500 000 netto efter skatt uppgår till 12 % eller 60 000. Den avkastningen motsvarar nämligen samma procent på börskursen, som den tidigare redovisade vinsten. Under dessa villkor uppfylls dels kravet att de nya aktierna vid oförändrad marknad skall kunna emitteras till samma kurs som de gamla står i, dels kravet på att avkastningen på det nya kapitalet skall stå i samma förhållande till avkastningen på det gamla kapitalet som antalet nya aktier till antalet gamla aktier, alltså  $60\,000/300\,000 = 2\,000/10\,000$ . Ju högre börskursen är uppträdd i förhållande till nettovinsten efter bolagsskatt, desto billigare blir enligt detta beräkningsätt emissionen för bolaget.

<sup>1</sup> Om man i exemplet i föregående not fortfarande säljer 5 000 aktier till pari i stället för 2 000 till kursen 250 innebär aktieägarnas företrädesrätt att kalkylen i princip blir densamma som om bolaget först fondemitterat i förhållandet 1 : 4, varigenom kursen cet.par. sjunkit till 200, och därpå nyemitterat 2 500 aktier till kursen 200 eller totalt 500 000 kr, motsvarande förhållandet  $60\,000/300\,000 = 2\,500/12\,500$ . Tekniskt går det till så, att de gamla aktieägarna får företräde att teckna en aktie till 100 kr på två gamla. En aktieägare med fyra aktier kan därvid sälja två teckningsrätter för vardera 50 kr och för pengarna köpa den nya aktie de behålla teckningsrätterna berättigar till, medan köparen av de två andra teckningsrätterna för sin aktie får utge inalles  $(50 + 50 + 100 = )$  200 kr.

Även i detta fall kan alltså förräntningskravet härledas ur relationen nettovinst efter skatt/börskurs. Ju billigare aktierna emitteras, desto större del av nyemissionen är reellt en fondemission.

som placeringsobjekt ligger just i den förväntade inflationssäkring. Skulle ett bolag emittera aktier för att finansiera ett investeringsprojekt, vilket inte i samma omfattning som bolagets tidigare innehavda tillgångar kan väntas erbjuda investeringsvinster i form av en växande dold reserv i balansräkningen, blir jämförelsen mellan avkastningen på det nya aktiekapitalet och det gamla missvisande. Det är endast om man kan räkna med samma andel dold värdestegringsvinst både vid beräkningen av den tidigare nettovinsten och vid kalkylerandet av den beräknade avkastningen på det nya kapitalet, som det kan vara tillåtet att bortse från värdestegringsvinsten vid räntabilitetsberäkningen. Och vill man göra en jämförelse mellan å ena sidan kostnaden för kapital, förvärvat genom nyemission, och å andra sidan kostnaden för upplånade medel, kan man överhuvudtaget inte bortse från värdestegringen som en i vinsten ingående faktor.

Om det skulle vara riktigt, vad man traditionellt brukar anta, nämligen att bortsett från skattefaktorn kapitalkostnaden vid en sådan realistisk beräkning ligger högre för aktiekapital än för lånat kapital, borde förklaringen vara den som förut antytts, nämligen att det finns betydande grupper av placerare på marknaden av typen försäkringsbolag, AP-fonderna m. fl., som representerar en *institutionellt upprätthållen aversion* mot den med aktieplacering förbundna risken. Att placeringsnormerna för myndlingsmedel på senare år luckrats upp får antas stå i samband med att den säkerhet, som de traditionellt »myndlingssäkra» papperen (obligationer och inteckningar) ger under efterkrigsåren med fortskridande inflation har stått de omyndiga dyrt. Det är i skrivande stund för tidigt att säga, om 1966 års kraftiga kursrekyl för aktier i detta hänseende återigen ändrat inställningen.

I viss mån för lånefinansiering, men framför allt för nyemission gäller naturligtvis, att kostnadskurvan kan få ett diskontinuerligt förlopp genom att sådana former för kapitalanskaffning i öppna marknaden som utgivandet av obligations- eller förlagslån liksom framför allt aktieemission bär så höga initialkostnader, att de blir lönsamma först i en viss skala. Som senare skall beröras tillkommer vid hänsyn till skattefaktorn härjämte den omständigheten, att emissionskostnader för aktier inte är avdragsgilla.

Gränsen för möjligheterna att skaffa kapital genom aktieemission sätts genom kapaciteten hos den marknad företaget kan vända sig till. För ett familjeföretag, som strävar att bibehålla denna karaktär, blir gränsen (vid  $E$ ) självfallet långt snävare än för ett bolag, som kan och vill emittera i öppna marknaden. Man kan som ett särskilt trappsteg ( $P$ ) i kostnadskurvan betrakta övergången från den förra typen av finansiering till emission på den öppna marknaden.

Här kommer speciellt den synpunkten in, som tidigare berörts, nämligen att den möjliga emissionskursen påverkas av den utdelningspolitik, som företaget tillämpar. Kapitalackumulation inom ett bolag, som inte lämnar utdelning i annan form än som lön till företagaren-ägaren, kan vara en helt rationell princip för ett familjebolag, men en sådan politik måste som regel över-

ges, om företaget vill utnyttja en vidare marknad för sina aktier. Man kan uttrycka förhållandet så, att på den öppna marknaden relationen mellan kurs och verklig nettovinst (price-earnings ratio) skulle kunna tänkas vara högre, och förräntningskravet för nytt aktiekapital sålunda lägre, ju större del av nettovinsten — upp till en viss gräns — som utdelas. Gränsen sätts vid den punkt, där den ökande efterfrågan från den placerargrupp, som vill ha hög direkt förräntning på sitt kapital till priset av en långsammare värdestegring, inte längre uppväger bortfallet av efterfrågan från den placerargrupp, som främst är intresserad av värdestegringsvinst, även till priset av lägre utdelning.

Men det är inte alls säkert, att kostnaderna för nytt aktiekapital blir billigast i den situation, som nyss antytts. I själva verket kan det finnas olika grupper av placerare på marknaden med helt divergerande uppfattningar om vilken typ av utdelningspolitik som är den gynnsammaste. En radikal omläggning av utdelningspolitiken kan i sådant fall bli lönsam. Den från kurssynpunkt idealiska utdelningspolitiken får med andra ord antas variera beroende på vilket klientel bolaget i första hand vänder sig till med sin emission.<sup>1</sup> Denna synpunkt blir särskilt betydelsefull vid undersökningen av skattefaktorns roll, eftersom det finns anledning att anta att just den faktorn bidrar till en starkare differentiering av aktieägarintressena än man skulle haft utan skatt.

Om man som ett villkor för en framgångsrik nyemission sätter upprätthållandet av en viss utdelning, måste man som en kostnad (ytan  $QVU$ ) för anskaffande av det nya kapitalet räkna den uppoffring det inneburit från bolagets synpunkt att verkställa denna utdelning i stället för att använda pengarna på annat sätt. Det är självfallet inte frågan om att här betrakta hela utdelningen som en kostnad. Men kanske det vore rimligt att mäta kostnaden för utdelningen i fråga, räknad som räntekostnad för det kapital, vars anskaffning genom nyemission utdelningen just gjort möjlig, på följande sätt. Å ena sidan beräknas ränteanspråket för de medel, vilka under det eller de år utdelningen skett marginellt, måst anskaffas genom krediter eller nyemission för att täcka det likviditetsbortfall utdelningen fört med sig. Å andra sidan kalkyleras det förräntningsanspråk, som samma medel skulle ha representerat, om det varit frågan om att bedöma lönsamheten av att hålla dem kvar i bolaget i ett läge, där kapitalbehovet kunnat täckas helt genom självfinansiering, utan hänsyn till eventuella framtida behov av finansiering genom nyemission. Skillnaden utgör den sökta kostnaden. Det senare förräntningsanspråket motsvarar, enligt vad tidigare sagts, en alternativutnyttjandekostnad, mätt på grundval antingen av den förräntning som kunnat uppnås på medlen, om de delats ut till aktieägarna och placerats av dem, eller av det värde medlen kunnat ha som utdelade och använda för aktieägarnas konsumtion.

Om bolaget företagit utdelning i syfte att stödja kursen inför nyemission, och följden härav i stället blivit att företaget investerat mindre — reellt eller finansiellt — än eljest skulle skett, kan den på motsvarande sätt beräknade

<sup>1</sup> Jfr Miller & Modigliani [1966], s. 346, »Given the uncertainty as to the size, and to some extent even the direction of the dividend effect ...»

kostnaden för kursstödet mäts med skillnaden mellan avkastningen på den investering, som måste underlåtas för utdelningens skull, och den avkastning på utdelade medel i aktieägarnas hand, som enligt vad nyss sagts bestämmer alternativkostnaden för kvarhållande av medel i bolaget.

Det kan förutskickas, att detta kanske något invecklade resonemang får betydelse vid analysen av skattefaktorernas inverkan genom att vissa placerare på grund av skatteförhållandena är mindre intresserade av utdelning och mera av kapitalvinst. Dessa bör i princip representera ett lägre krav på kursstödjande utdelningspolitik för att en emission skall lyckas, samtidigt som beskattningen av utdelning hos aktieägarna gör bolagets kostnad för självfinansieringsmedel lägre än före skatt. — Den eventuellt behövliga kursstödjande utdelningen blir därigenom dyrare i enlighet med det nyss anförda.

Ett motsvarande resonemang som beträffande utdelning kan, som redan antytts, föras beträffande den kostnad (ytan *RUS*), som det kan innebära för företaget att underlåta en i och för sig billigare upplåning för att kunna hålla den finansiella ställningen så sund, som en nyemission anses kräva.

Slutligen kan man som begränsande faktor vid finansiering genom nyemission sätta en motsvarighet till »borrower's risk» vid kreditfinansiering. Vid aktieemission måste man nämligen räkna med en risk för tidigare ägargruppers maktposition inom bolaget, när dess aktier får vidare spridning. Även om en för normala förhållanden betryggande majoritet kan bibehållas, medför även en förhållandevis obetydlig spridning av aktierna risk för obehag genom insättande av minoritetsrevisorer etc. Det är också riskabelt att satsa på att tillräcklig spridning av aktierna skall ge avgörande inflytande i bolaget åt en ledande grupp, vars aktier endast representerar ett minoritetsintresse; för att detta skall vara förhållandet krävs ofta en aktiestock av mycket stor omfattning.

En nyemission av sådan storlek, att den tidigare dominerande ägargruppens finansiella resurser inte räcker till för att säkert bibehålla det dominerande inflytandet i bolaget, kan för många betraktas som ett så olustigt alternativ, att det undviks även om man därigenom offrar mycket lockande expansionsmöjligheter. Naturligtvis är denna olust ofta irrationell, men den kan också vara ekonomiskt betingad, om exempelvis bibehållandet av inflytandet i ett företag har betydelse för vinstutvecklingen i ett annat företag inom vederbörande aktieägars intressessfär. Och även där motivet att vilja behålla ägaredominansen i ett företag är av rent personlig art, kan dess konsekvenser utgöra en ekonomisk faktor att ta med i beräkningen.

I ett läge, där marknadens begränsade absorptionsförmåga eller önskan att vidmakthålla tidigare maktposition inom bolaget sätter en gräns (*H*) för möjligheterna till finansiering genom nyemission, kan kostnaden för använt kapital marginellt återigen få ses som en alternativutnyttjandekostnad, alltså lika med den gynnsammaste alternativt möjliga investeringen inom den givna finansiella ramen. Eftersom vi utgått från att marginalkostnadskurvan för kapitalanskaffning skulle användas för testning av räntabiliteten hos den mar-

ginella realinvesteringen inom en given finansiell ram, når kurvan här en punkt där den blir helt oelastisk.

Som tidigare nämnts kan det teoretiskt tänkas fall, där en alternativt möjlig, finansiell investering ger tillräckligt hög avkastning för att täcka kapitalkostnaden vid alla former av kapitalanskaffning ända fram till den punkt, där den blir oelastisk. I ett sådant fall får den diskuterade kapitalkostnadskurvan vad gäller realinvesteringar utseendet av en rät vinkel — dvs. oändligt elastisk ända fram till den punkt, där de finansiella resurserna är slut, markerat med *WYZ* i diagrammet. Alternativt kan man tänka sig att de möjliga finansiella investeringarna representerar en avtagande avkastning, i vilket fall alternativkostnaden beskriver en stigande kurva fram till den punkt, där gränsen är nådd för ytterligare kapitalanskaffning.

### *Avslutande reservationer*

Det framgår klart av det resonemang som här förts kring utseendet hos kostnadskurvan för kapitalanskaffning, att dess faktiska utseende för bolag inte bara i det här sammanhanget blir en ren gissning, utan att det principiellt blir överifierbart. Det är särskilt tre reservationer, som måste göras.

För det första är kurvan en sammanblandning av å ena sidan alternativkostnader för disponibla medel och å andra sidan kostnader för anskaffning av medel, som det också vore möjligt att avstå från.

För det andra föreligger en interdependens mellan olika alternativa finansieringssätt illustrerade på kurvan. Det har således framställts som en fördyring av kostnaden för självfinansiering, att nyemission kunnat bli dyrbarare för ett företag som sänkt eller ställt in sin utdelning, liksom att upplåning intill gränsen för det möjliga på motsvarande sätt kan fördyra nyemissioner genom att göra företagets finansiella position riskabel. Om vi betraktat dessa fördyrande faktorer, kan vi inte samtidigt utan risk för missförstånd ta upp det som en kostnad för nyemissionen att man avstått från viss självfinansiering respektive viss upplåning. Gör vi det, är det bara för att erinra om att i olika valsituationer samma handlingsalternativ kan ses från olika sidor.

För det tredje är kurvan här enhetligt angiven utan hänsyn till att dess förlopp måste växla beroende på planeringsperioden. Det finns inte klart angivet på vilket sätt valet av en viss finansieringsform ett år kan påverka finansieringskostnaderna ett senare år.

Att kurvan likväl tagits med beror på att den med alla dessa svagheter likväl kan betraktas som ett sätt att illustrera ekonomiska sammanhang av intresse för vårt ämne. Men något mer än en illustration är det här inte fråga om. Kurvan får med reservation härför betraktas som ett acceptabelt sätt att illustrera ekonomiska sammanhang i en hypotetisk beslutssituation. Det är i en dylik situation som vi i det följande skall studera företagets handlande med och utan skatter.

## SKATTERNA OCH KAPITALKOSTNADSKURVAN

### *Några metodproblem*

I föregående avsnitt har vi försökt ge en principskiss av kapitalkostnadskurvan utan hänsyn till skatt. Naturligtvis har detta inte kunnat ske utan ett visst sneglande på de skatteeffekter, som utgör huvudtemat för den fortsatta framställningen. Det är självfallet omöjligt att föreställa sig en ekonomi utan skatter. De samband, som vi diskuterat i föregående kapitel, kan inte rimligen kvantifieras med utgångspunkt från data hämtade från den ekonomiska statistiken. När vi nu går över till att diskutera beskattningens roll för marginalkostnadskurvans verkliga utseende, sker inte heller detta med ambitionen att kunna få fram en fullständig bild. Däremot är det kanske möjligt att en del av de samband, som skall diskuteras, går att studera med utgångspunkt från partiella förändringar. Därtill skall vi senare återkomma.

Tidigare har vi berört skälen varför kapitalvärdeметoden snarare än internräntemetoden framstår som den lämpligaste vid en diskussion av de skatteeffekter vi är ute efter. Ingendera metoden är emellertid idealisk. Internräntemetoden förefaller alltför komplicerad när det gäller att samtidigt jämföra olika finansieringsformer och olika typer av investeringar. Inte heller vid användning av kapitalvärdeметoden går man fri från komplikationer. En viktig sådan är, att det finns skäl att räkna med olikartade förräntningsanspråk på investeringar, och därmed olika kalkylränta, beroende på det sätt vartill kapitalet används. Erik Lundberg [1961], s. 156ff., har i detta sammanhang påpekat de betydande skillnaderna i de kalkylräntesatser, som används i praktiken. Kortsiktiga investeringsprojekt kalkyleras enligt hans undersökning egendomligt nog med utgångspunkt från högre förräntningsanspråk än de långsiktiga, större investeringsprogrammen.

Om man låter en sådan divergens i förräntningsanspråken ta sig det uttrycket, att man för olika investeringsprojekt använder olika kalkylräntefot, kan resultatet knappast bli särskilt pålitligt. Från den elementära investerings-teorin hämtar vi satsen, att kalkylräntefoten är den räntefot, till vilken det är möjligt att upplåna eller placera pengar. Låter vi nu kalkylräntefoten variera mellan olika projekt, förutsätter detta, att vi i kalkylerna lägger in antaganden om att de alternativinvesteringar, som bestämmer kapitalets alternativutnyttjandekostnad och därmed kalkylräntan, i princip är andra, såvitt avser medel engagerade i investeringsprojekt, för vilka en hög kalkylräntefot används, än vad de är för medel i projekt med låg kalkylränta. Men det måste vara meningslöst att göra skillnad på avkastningsvärdet av — för att ta ett grovt exempel — ett års uppskov med en i investeringskalkylen ingående utbetalning av en miljon kronor, beroende på om uppskovet åtnjuts inom ramen för ett högräntabelt eller ett lågräntabelt projekt. Särskilt tokigt blir det, om man tänker på att samma uppskov, om det ligger i början av investeringsperioden, framstår som värdefullare i högränteprojektet, medan dess betydelse blir relativt större i lågränteprojektet om det ligger några år längre fram i tiden. Här tycks teorin stämma dåligt med praktiken.

Nu kan man emellertid tänka sig, att de divergerande förräntningsanspråk, som Lundberg utläser ur sina intervjuobjekts grova pay-off-kalkyler, i själva verket inte kan användas på det sättet. Översatta till läroboksmässiga kalkyler kanske de hårda kraven på kort återbetalningsperiod i stället för att uttryckas i höga kalkylräntor skall tolkas som en pessimistisk bedömning av förväntade inbetalningar i en mera avlägsen framtid, t. ex. därför att man känner sig osäker om huruvida det kortsiktigt högräntabla investeringsprojekt, som frågan gäller, på längre sikt skall bibehålla de kalkylmässiga fördelar, som gör det så lockande för stunden. Man får ju inte glömma bort, att de höga kalkylränteanspråk, som Lundberg räknat fram, baserats inte bara på intervjuobjektens krav på korta pay-off-perioder utan också på vissa antaganden om den faktiska ekonomiska livslängden. De senare skulle naturligtvis lika gärna kunna reduceras, t. ex. som ett utslag av allmän pessimism eller önskan om flexibilitet i investeringsstrukturen. En sådan reduktion skulle kunna få förräntningen att framstå som normal även vid en kort pay-off-period.

Vi kan med andra ord tänka oss, att ett enhetligt kalkylränteanspråk skulle kunna användas i ett modellresonemang av det slag vi för här. De divergenser i förräntningsanspråken, som Lundberg observerat, skulle i stället tolkas som olikheter i värderingen av de framtida osäkra nettoinbetalningarna vid sådana typer av investeringar, som i Lundbergs framställning förbinds med särskilt höga förräntningsanspråk.

I praktiken måste man emellertid också räkna med en annan differens i förräntningsanspråket, hänförlig till placeringsobjektets art. Den hänger samman med att olika placeringsobjekt ger olika möjligheter till finansiering med främmande kapital. Om lånefinansiering är ett finansieringssätt, som i ett alternativresonemang ställer sig förhållandevis fördelaktigt, är det rimligt att anta, att ett investeringsprojekt, som möjliggör en stor lånefinansieringsandel, framstår som fördelaktigare än ett projekt, som i större omfattning måste finansieras med relativt dyrbarare, eget kapital.

En differens av det slaget kan emellertid föras in på kapitalanvändningsidan av det agerande företags kalkyler. Räknar man lånesumman som inbetalning till bolaget och räntor och amorteringar som utbetalningar, kommer den lägre räntekostnaden för inteckningslån till synes som en höjd internränta respektive ett höjt kapitalvärde av den egna investeringen. Kalkylräntan — vid en internräntekalkyl det förräntningsanspråk, med vilket den framräknade internräntefoten jämförs — kan vid en sådan behandling av kreditfinansieringen bestämmas av kostnaden (eventuellt alternativutnyttjandekostnaden) för annat kapital än sådant, som kan lånas mot inteckningssäkerhet.

Man bör dock hålla i minnet, att ett bolags totala lånemöjligheter inte med nödvändighet ökar i takt med inteckningslånen på en ny fastighetsinvestering. Det kan ju tänkas, att en hög fastighetsbelåning förskjuter förhållandet mellan eget och främmande kapital i ogynnsam riktning med verkan att fördyra eller försvåra annan upplåning och därmed höja kapitalanskaffningskostnaden. Det är också möjligt, att bolaget med inteckningslånet disponerar över en upplå-

ningsmöjlighet, som därmed är förbrukad, men som skulle ha kunnat användas för finansiering av någon annan investering. I så fall representeras kostnaden för in-teckningslånet inte nödvändigtvis bara av räntan på lånet, utan kostnaden kan återigen tänkas satt som en alternativanvändningskostnad för de upplånade medel man skulle haft tillgång till, om fastighetsinvesteringen underlåtits. I dessa fall kan det inte vara riktigt att låta in-teckningslånen påverka kalkylen enbart på kapitalanvändningssidan och göra investeringskalkylen med utgångspunkt från kapitalinsatsen med bortseende från in-teckningslånen. Ett rättvisande resultat förutsätter att man tar in även den del av hypotekslånen i kalkylen, som kan antas påverka företagets kreditförsörjning i övrigt.

Vid studiet av skattefaktorns roll i detta slags kalkyler uppträder ett problem liknande det nyss behandlade. Samma skattefaktor kan nämligen påverka inte bara avkastningen av den studerade realinvesteringen utan även avkastningen av den alternativt möjliga investering, som bestämmer alternativutnyttjandekostnaden och därmed kalkylränteanspråket.

Låt oss konkretisera resonemanget något. Alternativutnyttjandekostnaden för ett bolags egna, för realinvestering tillgängliga kapital kan, som nämnts i kapitlets början, mätas med den avkastning samma kapital skulle ge, om det av bolaget eller — efter utdelning — av aktieägarna placerades i andra företag. Men sistnämnda avkastning kan i sin tur vara beroende av den nettoavkastning efter skatt, som dessa andra företags realinvesteringar lämnar. I den mån detta är fallet följs kalkylsiffrorna åt. Liberaliserade avskrivningsregler medför t. ex. inte bara att internräntan netto efter skatt på realinvesteringar stiger, respektive att samma investeringars nettokapitalvärde vid oförändrad kalkylräntefot blir högre, utan de bör också resultera i en höjning av kapitalets alternativutnyttjandekostnad och därmed även av kalkylräntefoten. Det praktiska spørsmålet blir här vilken jämförelsepunkt som skall väljas vid ett studium av just skattefaktorns effekt.

Väljer man en jämförelsepunkt »nära» den slutliga investeringen, exempelvis genom att studera valsituationen för en bolagsledning vid dess investeringsbeslut, erbjuder kapitalanvändningssidan inte så stora problem, medan däremot kapitalanskaffningssidan blir komplicerad, eftersom den kommer att rymma sådana alternativkostnader, som påverkas av samma skattefaktorer, som skall analyseras på kapitalanvändningssidan. Drar man å andra sidan tillbaka jämförelsebasen till exempelvis de fysiska personer, som är ägare av bolagsaktier respektive driver egna rörelser, når man visserligen den förenklingen, att alla alternativt möjliga realinvesteringar jämförs på kapitalanvändningssidan. Men detta sker till priset av att en hel mängd alternativa finansieringsmetoder måste placeras in i investeringskalkylerna och gör dessa ohanterliga, samtidigt som ett specifikt studium av rådande skattediskriminering mellan olika finansieringsmetoder och olika företagsformer försvåras.

Det blir anledning att återkomma till detta metodproblem i fortsättningen. Det får på den här punkten räcka med att nämna, att infallsvinklarna kommer att varieras i det följande, beroende på de aktuella frågeställningarna. För att

från företagets synpunkt diskutera kapitalanskaffningskostnaden för genomnyemission invunnet kapital, är det nämligen bland annat nödvändigt att utforma något slags hypotes om utdelningspolitiken. Men det är inte praktiskt att diskutera utdelningspolitiken enbart från företagets synpunkt, utan här måste behandlingen i stället ske med utgångspunkt från aktieägarintresset. Om nu, som naturligt är, utdelningspolitiken har samband också med företagets investerings- och finansieringspolitik, blir det i praktiken svårt att komma ifrån mycket grova förenklingar i de modellresonemang, som utgår från aktieägarnas synpunkt. Samtidigt är det för en framställning, som skall säga något om sambandet mellan skatter och kapitalanskaffningskostnader, alldeles omöjligt att bortse från så betydelsefulla delar av problemet som sambandet mellan skattens form och utdelningspolitiken och sambandet mellan avskrivningsreglerna och den vinstredovisning, som utdelningspolitiken baseras på. Detta är de problem, som kommer att behandlas i kapitel 5, 6 och 8.

#### *Särskilt om investeringsfonder och pensionsavsättningar*

Ett exempel på hur besvärligt det kan vara att dra gränsen mellan resonemang om kapitalkostnaden och kalkyler för kapitalanvändningen utgör investeringsfonderna. Som Sven-Erik Johansson [1958] visat påverkar finansiering med hjälp av investeringsfond en investerings nettoavkastning efter skatt i jämförelse med vad samma investerings avkastning hade varit vid annat finansieringssätt. Läger man nu in den skattevinst, som utnyttjandet av befintlig investeringsfond kan ge, på kapitalanvändningssidan av kalkylen, kommer dennas kapitalanskaffningssida inte längre att kunna ge ett fullständigt uttryck för de skattemässiga skillnaderna mellan olika företagsformer. Ty endast aktiebolag och ekonomiska föreningar har möjlighet att anlita investeringsfonder för sin finansiering.

Väljer man å andra sidan att betrakta ianspråktagandet av befintlig investeringsfond som ett sätt att anskaffa kapital, blir kapitalanskaffningskostnaden avhängig av för vilket ändamål kapitalet används. Dels beror detta på att inte alla investeringar i lika mån är tillgängliga för investeringsfondsfinansiering, dels också på att vinsten genom att använda investeringsfond i hög grad varierar med de för den avsedda investeringen gällande, ordinarie avskrivningsreglerna. I det sammanhang som tidigare berörts, nämligen de särskilda kreditmöjligheterna vid fastighetsinvestering, kunde man till nöds tala om att dessa i själva verket kunde uttryckas som en lägre grad av risk förbunden med investeringen. Beträffande investeringsfonderna går det däremot inte att komma ifrån att det är frågan om en klar skattedifferens i räntabiliteten hos en viss typ av investeringar, beroende på om investeringsfondsmedel är tillgängliga eller inte.

Ännu bekymmersammare blir investeringsfondsproblemet därigenom, att kalkylen måste omfatta tre skilda valsituationer, nämligen för det första frågan om avsättning till investeringsfond, för det andra frågan om en redan befintlig investeringsfond skall tas i anspråk för en beslutad investering, och för det

tredje frågan om huruvida en investering, för vilken investeringsfondsmedel skulle kunna tas i anspråk, alls skall företas — vartill möjligen i senare fallet skulle kunna läggas frågan om användning av en investeringsfond, för vars användning jämlikt 9 § 3 mom. InvF tillstånd meddelas redan innan avsättning av medel skett. Betraktar man problemet vid finansieringen av en konkret realinvestering, förefaller det vara praktiskt att i den mån man alls vill ta investeringsfonderna med på kapitalanvändningssidan nöja sig med att räkna på skattevillkoren för utnyttjande av befintlig investeringsfond. Det alternativ, som en ny avsättning till investeringsfond representerar — och vars kalkylmässiga värde får mätas med beaktande både av skattevillkoren för avsättning, skattevillkoren för användande och chansen att få tillstånd till användande av fondmedlen — motsvarar ju inte i avsättningsögonblicket någon realinvestering och har för den skull sin plats på kapitalanskaffningssidan och inte på kapitalanvändningssidan.

Ser man saken på det sättet, kan det framstå som väl så rimligt att lägga hela investeringsfondskalkylen på kapitalanskaffningssidan. Förräntningskravet blir alltså reducerat på grund av den skattevinst, som uppnåtts genom investeringsfondsanvändningen. Själva förekomsten av investeringsfondsmedel motsvarar i sin tur en tidigare avsättning. Likviditetsvinsten i samband med denna avsättning kan likaledes sägas ingå som en ytterligare liten reduktion av kapitalanskaffningskostnaden. Det får sedan särskilt beaktas, att investeringsfondsmedel är tillgängliga enbart för sådana bolag och ekonomiska föreningar, vilka tidigare haft redovisade vinster och därigenom varit berättigade till fondavsättning. Vinsten genom användandet av investeringsfondsmedel varierar också både med investeringens art och därmed avskrivningsreglerna för den, med skattenivån och med räntenivån.

Ett i viss mån likartat problem även i samband med pensionsstiftelserna, liksom med de medel, som efter genomförandet av 1967 års lagstiftning om pensionsstiftelser skall kunna passiveras under rubriken »avsatt till pensioner». I frågan om pensionsstiftelser i aktiebolag och ekonomiska föreningar har hittills gällt, att avsättning kan ske genom överlämnande av skuldebrev utan säkerhet. Den likviditetsmässiga verkan av en avsättning till pensionsstiftelse är i dessa fall reellt densamma som av den enkla passivering som nu blivit möjlig.

Det är så mycket klarare, att denna finansieringsform har sin plats i kapitalanskaffningskalkylen, som det knappast kan sägas vara någon skillnad på möjligheterna att finansiera olika slags investeringar med medel, som kunnat behållas inom bolaget med pensionsreglernas hjälp.

En pensionsavsättning står inte som något alternativ till realinvestering, särskilt inte när avsättningen kan ske i form av passivering men knappast heller när återlånerrätt föreligger. Däremot är naturligtvis pensionsstiftelseavsättningen i vissa fall ett alternativ till utdelning, eftersom avsättningen genom att binda vinstmedel i rörelsen kan sänka den utdelningsbara vinsten. Valet mellan att dela ut medel och ha dem kvar under rubriken »avsatt till pensioner» respektive i en stiftelse kan i viss mån påverka alternativutnyttjan-

dekostnaden för de avsatta medlen. Men i det sammanhanget är det naturligtvis viktigt att påpeka, att hela attityden till pensionsfrågan nu torde vara en annan än när pensionsstiftelseinstrumentet var nytt. Reglerna har blivit sådana, att endast sådana avsättningar, som krävs för att trygga verkliga utfästelser, är tillåtna. Samtidigt har främst ITP-planen betytt, att företagets frihet att själva avgöra i vilken takt de vill göra avsättningar för sådant tryggnande radikalt beskruts. Avsättningsmöjligheten enligt den nya lagen är också knuten till förekomsten av en pensioneringsplan, samtidigt som reversstiftelserna avskaffats. Som en tredje aspekt på förhållandet kan möjligen tillfogas, att den kraftiga ökningen av de faktiska pensioneringskostnader, som belastar företagen, gjort spelrummet betydligt mindre för det slags kalkyler, som går ut på att göra generösa pensionsutfästelser för att skattevägen vinna en temporär likviditetlättnad genom de avsättningsmöjligheter utfästelserna öppnar. Redan med 1955 års familjebolagsregler har ju detta slags generositet stoppats för de fall, där den på grund av intressegemenskapen ingenting kostar. Och för de fall, där utfästelserna innebär en reell belastning, kan räntekostnaden vara betydande för de medel, som anskaffas genom en sådan skattekredit.

### *Exkurs om pensionsavsättningsars lönsamhet*

Det har säkerligen inte sällan förekommit fall, där pensionsutfästelser inte främst givits i syfte att säkerställa anställdas pensionering utan snarare i avsikt att genom skattekredit förbättra ett företags likviditet. Det kan mot bakgrunden härav ha sitt intresse att utreda, om det kan vara möjligt att en pensionsutfästelse netto efter skatt representerar en mindre belastning för det företag, som gjort utfästelsen, än den motsvarande förmån, som den därmed förbundna skattekrediten utgör.

För att förenkla resonemanget väljer vi att betrakta det fall, där pensionsutfästelsen inskränker sig till att motsvara ett fribrev för kostnaden  $P$ , som köpes i tidpunkten  $m$ , då vi förutsätter att den anställda når pensionsåldern. Utfästelsen avser alltså utbetalningen  $P$  i tidpunkten  $m$ . I tidpunkten 0, när utfästelsen görs, representerar dess värde efter räntefoten  $p$  och utan hänsyn till skattefaktorn

$$V_0 = \frac{P}{(1+p)^m}.$$

Om utfästelsen uppfylls genom årliga inbetalningar med lika stora belopp till en pensionsförsäkringsanstalt kommer dessa, om beräkningsgrunden förutsätter räntefoten  $r$  och det bortses från dödsrisker etc. under premiebetalningstiden, att årligen motsvara  $Pr/[(1+r)^m-1]$ . Deras sammanlagda värde i tidpunkten  $m$  utgör med hänsyn till att de inom anstalten växer med ränta på ränta

$$K_m = \frac{Pr}{(1+r)^m-1} \frac{(1+r)^m-1}{r} = P,$$

och motsvarande värde i tidpunkten 0,

$$K_0 = V_0 = \frac{P}{(1+p)^m}.$$

Om vi nu tar hänsyn till att utbetalningarna i båda fallen är avdragsgilla vid beskattningen, kommer vi fram till följande villkor för att förfarandena skall vara likvärdiga:

$$V'_0 = K'_0,$$

där  $V'_0$  och  $K'_0$  motsvarar  $V_0$  och  $K_0$  beräknade med hänsyn till skatteavdragsrätten, vilken vi förutsätter kan helt utnyttjas.

Villkoret är uppfyllt, om

$$\frac{(1-t)P}{[1+(1-t)p]^m} = \frac{(1-t)Pr}{(1+r)^m - 1} \frac{[1+(1-t)p]^m - 1}{(1-t)p[1+(1-t)p]^m},$$

eftersom därvid nuvärdet av nettoutbetalningen i det första alternativet motsvarar nuvärdet av serien nettoutbetalningar i det andra alternativet. Man ser lätt, att det uppställda villkoret är uppfyllt, för den händelse den ränta, efter vilken pensionsförsäkringspremierna beräknas, motsvarar företagets kalkylränta netto efter skatt, alltså  $r = (1-t)p$ . Om däremot  $r = p$  (och naturligtvis  $t > 0$ ), måste det vara gynnsammare att betala in medlen till försäkringsanstalten, eftersom de förräntas snabbare där än inom bolaget, och företagets nettokalkylränta därför ger ett tyngre utslag för belastningen i det alternativ enligt vilket pensionen betalas först i tidpunkten  $m$ . På samma sätt motsvarar alternativet  $r < (1-t)p$  en preferens för att vänta med utgiften för att betala pensionen först i tidpunkten  $m$ .

Vi övergår nu till att betrakta alternativet avdragsgill avsättning. Tidigare kunde denna företas genom att medel avsattes till en stiftelse (reversstiftelse). Men enligt de från 1969 års taxering gällande reglerna skall sådan avsättning till pensioner i stället göras i bokslut. I stiftelsefallet kunde man göra avsättningar med belopp i princip motsvarande vad pensionsförsäkringspremierna skulle ha utgjort, och sedan låta stiftelsen därutöver tillgodoföras ränta på de skuldebrev, som överlämnats till den. Men det gick också — med vissa undantag — att låta skuldebreven vara räntelösa och i gengäld låta de årliga betalningarna växa med belopp motsvarande vad räntan skulle utgjort. I båda fallen blir enligt våra förutsättningar stiftelsens medel respektive de avsatta medlen tillräckliga för att täcka fribrevsförpliktelsen  $P$  i tidpunkten  $m$ .

Den springande punkten i kalkylen är att utbetalningarna från likviditets-synpunkt belastar företaget först i tidpunkten  $m$ , medan däremot de skattelättnader, som i det tidigare berörda, första alternativet kunde åtnjutas först i samband med utbetalningen i tidpunkten  $m$ , enligt stiftelse- eller avsättningsalternativet i stället kommer företaget till godo redan under åren dessförinnan.

Kapitalvärdet av bruttobelastningen före skatt för pensionskostnaderna blir i detta alternativ, liksom i försäkringsalternativet, om man förutsätter att de årliga inbetalningarna i båda alternativen är  $a = Pr / [(1+r)^m - 1]$  lika med  $P / (1+p)^m$ . De årliga skattelättnader, som erhålls i detta alternativ, på grund av att såväl  $a$  som räntan på  $a$  är avdragsgill, blir däremot  $ta, tag \dots tag^{m-1}$ , där  $g = 1+r$ , för 1:a, 2:a ...  $m$ :te året. Kapitalvärdet av skattelättnaden vid tidpunkten 0 efter räntefaktorn  $f = 1 + (1-t)p$  blir då

$$\frac{ta}{f}, \frac{tag}{f^2} \dots \frac{tag^{m-1}}{f^m}. \quad (a)$$

Kapitalvärdet av skattelättnaderna för samtliga år kan, om  $g \neq f$ , beräknas till

$$T_{0_i} = \frac{ta}{g} \cdot \frac{g}{f} \cdot \frac{g(g/f)^m - 1}{g/f - 1} = \frac{ta(g^m - f^m)}{f^m(g - f)}$$

vilket då i limes, då  $g$  går emot  $f$ , kan skrivas

$$T_{0_i} = \frac{tam}{f}.$$

(Sistnämnda formel kan även erhållas genom att sätta  $g=f$  i varje term av ovanstående serie (a), då alla termerna blir lika med  $ta/f$ .)

Då är förhållandet mellan  $T_{0_i}$  och hela pensionskostnaden,  $P/f^m$ , för specialfallet  $r=p$ , lika med  $(g^m - f^m)/(g^m - 1)$  där  $1 < f < g$ ,  $0 < t < 1$ . Detta förhållande kan inte vara  $\geq 1$ . I detta specialfall kan skattelättnaderna alltså inte uppgå till hela pensionskostnaden. I specialfallet  $f=g$ , dvs.  $r=(1-t)p$  kan däremot förhållandet mellan  $T_{0_i}$  och  $P/f^m$  bli  $> 1$  om  $m$ ,  $t$  och  $p$  är tillräckligt höga.<sup>1</sup>

Vid  $r=5\%$ ,  $t=50\%$  och  $p$  alltså  $10\%$  nås denna punkt ungefär vid  $m=35$ , vid  $r=6\%$  och  $p=12\%$  redan när  $m$  är något under 30 år. Ligger däremot  $r$  så lågt som vid  $3\%$ , krävs det närmare 60 års avsättningar för att skatte-krediten skall betala pensioneringen.

Den slutsats vi kan dra härav är således, att med helt rimliga antaganden pensionsavsättningar kan vara tillräckligt lönsamma för att anses motiverade även för den händelse företaget helt skulle sakna intresse av pensioneringen som sådan. Att kalkylen förbättras i samma mån som pensionslöftet anses äga ett värde för företaget, säger sig självt. Likaså är det uppenbart, att ju lägre  $r$  är i förhållande till  $(1-t)p$ , desto snabbare uppnås den sökta lönsamhetspunkten. Motsvarande gäller, om avsättningarna kan forceras.

<sup>1</sup> Vid formuleringen härav har jag haft hjälp av fil. dr Carl Philipson.

# Den differentierade bolagsskatten och utdelningspolitiken

## INLEDNING

Som tidigare antytts (kapitel 2, s. 48 ff) kan man se en differentiering av bolagsskatten och en lindring av skatten på aktieägarsidan som alternativa vägar för att nå samma resultat i frågan om dubbelbeskattningen av utdelad vinst. En hel del av vad som kommer att sägas i det följande om effekten av en differentierad bolagsskatt kommer att ha tillämpning också på denna senare form av lättnad i dubbelbeskattningen. Men det blir tillfälle att återkomma till vad som skiljer metoderna åt i kapitel 7.

Här är främst avsikten att undersöka, hur bolagens utdelningspolitik kan tänkas bli påverkad av en differentiering av bolagsbeskattningen. Förutsättningen för att en sådan diskussion skall kunna föras något längre än till blott och bart en gissning är att man har en teori för hur bolagens utdelningspolitik bestäms. Visserligen är det ett bekymmer att man inte vet riktigt vilka principer företagen följer i detta sammanhang. Men som arbetshypotes borde likväl en teoretisk modell för utdelningspolitiken vara nyttigare än enbart gissningar om vilka skälighetsresonemang bolagsledningarna kan tänkas föra och vilken inverkan skattereglernas förändringar kan få på dessa.

Det typfall, som här främst skall studeras, är det redan befintliga aktiebolaget, som skall bestämma hur mycket det vill dela ut av sin disponibla årsvinst. I ett senare kapitel skall återkommas till några andra problem, som också har betydelse för bedömning av den differentierade skattens verkningar. Ett av dem hör samman med avskrivningsreglerna. I själva verket är det så, att många bolag först bestämmer sig för hur stor vinst de vill dela ut. Därefter kalkylerar de fram dels den vinst som minst måste redovisas för att täcka denna utdelning jämte skatt och eventuella nödvändiga fondavsättningar, dels de avskrivningar och andra resultatsreglerande åtgärder, som är erforderliga för att bokföringsmässigt visa den sålunda önskade vinsten. I kapitel 8, som handlar om den differentierade bolagsskatten och skattekrediten, skall dessa frågor tas upp. I ett senare avsnitt skall vi också gå in på en diskussion av verkningarna av en differentierad bolagsskatt på intresset för nyinvestering i

aktiebolag, alltså tillskott vid bolagsbildning eller senare nyemission. *Tills vidare bortser vi följaktligen från skillnaderna mellan verklig och skattepliktig vinst.* Inga skattekrediter förutsätts med andra ord få förekomma.

## DEN GRUNDLÄGGANDE MODELLEN

Frågan om verkningarna av differentierad bolagsbeskattning på utdelningspolitiken skall studeras med utgångspunkt från en modell av till en början mycket enkelt slag. Vi föreställer oss att det är en ensam aktieägare eller en grupp av aktieägare med enhetliga intressen som styr ett bolags utdelningspolitik. Valet står för denna aktieägare eller för denna grupp av aktieägare mellan utdelning genast eller först framdeles. Det måste uppmärksammas, att vi på åtskilliga andra ställen i boken har anlagt ett annat perspektiv och sett problemen framför allt ur bolagsledningens synvinkel.

Två olika uppläggningar av modellen för aktieägarnas resonemang är möjliga. Å ena sidan är det möjligt att med en tankegång, som framställts av Sven-Erik Johansson [1961], s. 82f., söka jämföra värdet av den avkastning en marginell vinstkrona kan beräknas ge i framtiden (avkastningsvärdet) om den alternativt plöjs ner i företaget eller utdelas. Å andra sidan kan man i stället undersöka, hur *kapitalvärdet* av bolagets aktier påverkas av att man väljer det ena eller det andra av dessa båda alternativ. Vi kommer i fortsättningen i huvudsak att använda den senare varianten, men skall börja med att kort gå in på den förra.

I de formler, som vi sätter upp i fortsättningen betecknar  $u$  ( $=100 u\%$ ) *bolagsskattesatsen* för den del av ett bolags vinst, som går till *utdelning*, och  $b$  *bolagsskattesatsen* för den del, som *behålls inom bolaget*. I nuvarande läge är för svenska bolag  $u=b$ . Genomsnittligt är den ca 52 %, om man tar hänsyn till kommunalskatten och avdragsrätten för denna vid statsbeskattningen. Eftersom en differentiering av bolagsskatten just tar sig uttryck i en skillnad mellan dessa båda skattesatser, skall här genomgående användas olika beteckningar, även när det är fråga om den nu gällande, odifferentierade skatten. Satserna  $u$  och  $b$  betecknar båda »skatt på skatten», dvs. den del av bolagsskatten, som belöper på ett bolags utdelade vinst, får finansieras med vinstmedel, vilka reducerats med skatten  $u$ , medan den bolagsskatt, som belöper på nedplöjd vinst, får tas ur med  $b$  beskattade medel.<sup>1</sup>

Vidare betecknar  $i$  den för aktieägaren (-ägarna) gällande *personliga inkomstskattesatsen*, närmare bestämt den marginalskatt, som betraktas som utslags-

<sup>1</sup> Skillnaden framträder, om man t. ex. betraktar den tyska differentierade bolagsskatten, där de i lagen angivna skattesatserna 51 % för nedplöjd vinst och 15 % för utdelad vinst i själva verket inte innebär en starkare differentiering än 51 %—23,5 % i de här använda termerna, eftersom skatt på skatten alltid beräknas efter den högre skattesatsen. Det förefaller emellertid som om det räknemässigt skulle vara enklare att definiera skatten på utdelad vinst så, att däri även inkluderades skatt på skatten, till den del den belöper på den utdelade vinstdelen.

givande för bolagsledningens dispositioner.<sup>1</sup> Avkastningen på kapital i aktieägarens egen hand antas före skatt utgöra  $r$  och netto efter skatt  $(1-i)r$ . Det senare uttrycket antas i princip motsvara *de individuella placerarnas kalkylräntefot*. På samma sätt motsvarar  $p$  *avkastningen på nyplacerat kapital före skatt i aktiebolagets hand*.

*Värdet av en marginell vinstkrona*

Använder vi en modell av det förstnämnda slaget kan vi skriva *avkastningsvärdet i aktieägarens hand av en för utdelning använd krona av aktiebolagets vinst före skatt* som

$$V_1 = \frac{(1-u)(1-i)(1-i)r}{(1-i)r} = (1-u)(1-i) \quad (1)$$

medan avkastningsvärdet av samma krona, nedplöjd i företaget i stället är

$$W_1 = \frac{(1-b)p(1-u)(1-i)}{(1-i)r} = \frac{(1-b)p(1-u)}{r}. \quad (2)$$

Vinstkronan i  $V_1$  reduceras med bolagsskatt  $u$  och inkomstskatt  $i$  till  $(1-u)(1-i)$ . Återstoden investeras och avkastar årligen netto efter skatt  $(1-i)r$  gånger det investerade beloppet. Denna avkastning diskonteras med  $(1-i)r$ , som motsvarar nettokalkylräntan efter skatt. I  $W_1$  investeras samma krona i bolaget efter skatt med  $b$ . Avkastningen, som utgör  $p$  gånger det investerade beloppet, förutsätts utdelad och därigenom beskattad med  $u$  och  $i$ . Det årliga nettot,  $(1-b)p(1-u)(1-i)$ , kapitaliseras med  $(1-i)r$ .

Det uttryck för  $W_1$ , som här ställts upp, vilar på förutsättningen att den icke utdelade vinsten beskattas med skattesatsen  $b$ , och att vad som är kvar investeras så att den årliga avkastningen blir  $p$ , vilken i fortsättningen dels belastas med skattesatsen för utdelad vinst  $u$ , dels till återstående del av skatten på utdelning hos aktieägarna,  $i$ .

Relationen mellan storheterna  $W_1$  och  $V_1$  skall alltså kunna betraktas som en beslutsvariabel för företagens utdelningspolitik.<sup>2</sup> Det gäller alltså

$$\frac{V_1}{W_1} = \frac{(1-i)r}{(1-b)p}. \quad (3)$$

En jämförelse mellan de båda uttrycken visar, att  $W_1 \geq V_1$  om  $(1-b)p \geq (1-i)r$ . Det skulle alltså vara en bättre politik för aktieägarna att vänta med utdelning så länge  $(1-b)p > (1-i)r$ . Om aktieägarna för sin del inte kan placera sina pengar bättre än vad bolaget kan, dvs. om  $r \leq p$ , kan det trots detta

<sup>1</sup> Angående frågan om aktieägarnas marginalska, se appendix 2. Det kan naturligtvis anföras goda skäl för att inte använda marginalska utan i stället t. ex. aktieägarnas genomsnittliga skatt som parameter i modellen.

Jfr ovan kapitel 3 s. 66.

<sup>2</sup> En empirisk undersökning av amerikanska bolags utdelningspolitik, J. Brittain [1966], ger ett visst stöd åt denna beslutsmodells relevans.

vara lönsammare att underlåta utdelning, om  $b < i$ . Och även om  $b > i$ , dvs. bolagsskatten på outdelad vinst är högre än aktieägarnas marginals katt, kan det te sig lönsamt att underlåta utdelning i sådana fall, där  $p$  är tillräckligt stort i förhållande till  $r$ . På samma sätt kan det tänkas fall, då en utdelning framstår som rationell, även där  $b < i$ , nämligen då  $r$  är högt i förhållande till  $p$ .

Om man använder ett sådant marginellt resonemang inställer sig frågan hur detta påverkas av att perspektivet beträffande valet av utdelningspolitik endast gäller ett år. Värderingen  $V_1$  innebär, att man räknar med omedelbar utdelning, medan värderingen  $W_1$  har innebörden, att den marginella vinst, varom fråga är, blir kvar i bolaget för gott, medan däremot avkastningen på de outdelade vinstmedlen delas ut, till den del den inte går till skatt. I och för sig hade man lika gärna kunnat räkna med att en utdelningspolitik, som framstår som den riktiga år 1, under oförändrade förutsättningar skall vara lika riktig år 2 osv. I så fall vore det inte riktigt att utgå från att avkastningen på den nedplöjda vinsten skulle delas ut genast, utan i stället skulle man vid värderingen räkna med att den ackumulerades i bolaget.

Svårigheten med ett sådant beräkningssätt är att man inte kan fixera under hur lång tid en sådan utdelningspolitik skulle vara lönsam. Tänker vi oss att den skulle vara det under  $n$  år skall formel (2) omskrivas och få följande utseende:

$${}_nW_1 = V_1 \left[ \frac{1 + (1 - b)p}{1 + (1 - i)r} \right]^n. \quad (4)$$

${}_nW_1$  mäter avkastningsvärdet av en krona om detta kapital får stå på tillväxt inom bolaget i  $n$  år med en årlig ökning motsvarande vad som blir kvar av avkastningen  $p$  sedan skatt på outdelad vinst har betalats efter skattesatsen  $b$ , varefter utdelningspolitiken beräknas omlagd till utdelning av den avkastning som det sålunda förmerade kapitalet ger. I nämnaren avspeglas aktieägarnas väntan på utdelning i diskonteringsfaktorn  $[1 + (1 - i)r]^n$ .

För besvarande av den tidigare ställda frågan, huruvida en marginell vinstkrona representerar det största värdet för aktieägarna såsom utdelad eller nedplöjd, är denna utveckling av modellen inte behövlig. Om  $(1 - b)p > (1 - i)r$ , ökar  $W_1$  genom införandet av förutsättningen om fortsatt ackumulation i  $n$  år. Om motsatsen gäller, sjunker i stället samma värde. Eftersom vi tidigare kunde notera att  $W_1 > V_1$  om  $(1 - b)p > (1 - i)r$ , kan det inte bli frågan om något annat resultat än förut enbart genom antagandet av en sådan vinstackumulation, under förutsättning att variablerna i övrigt förblir lika.

För en partialanalys av hur en differentierad bolagsskatt kan tänkas påverka utdelningspolitiken, skulle därför de först anförda uttrycken för  $V_1$  och  $W_1$  ge en god utgångspunkt. Vi skulle ur en enkel modell av detta slag kunna dra sådana slutsatser som den, att en sänkt bolagsskatt på outdelad vinst liksom en höjd marginals katt på aktieägarnas inkomst ökar benägenheten hos aktiebolagen att ackumulera sina vinster, medan omvänt en höjd bolagsskatt på outdelad vinst och sänkt personlig inkomstskatt ökar utdelningsbenägen-

heten. Likaså bör vi kunna räkna med att benägenheten att låta vinsterna stå kvar inom bolagen är större, ju högre den avkastning är, varmed bolagen kan räkna, och ju lägre den alternativa avkastning är, som dikterar aktieägarnas förräntningsanspråk.

En intressant punkt, där denna enkla modell ger anledning till vidare reflexioner, är betydelsen av en ändring av  $u$ . Om alla andra faktorer är lika, är modellens innebörd den, att en ändring av bolagsskatten på utdelad vinst inte påverkar utdelningspolitiken. Är, vid  $p=r$ , bolagsskatten på outdelad vinst lägre än marginals skatten, lönar det sig att uppskjuta utdelningen av ett bolags vinst, även om bolagsskatten på utdelad vinst sätts ner till 0. Och räknar man med att skatten på outdelad vinst är högre än marginals skatten på inkomst, är det på samma sätt enligt vår enkla modell likgiltigt om bolagsskatten på utdelad vinst närmar sig 100 % — fortfarande framstår en utdelning som mera lönsam än ett bibehållande av vinsten inom företaget.

I det följande skall undersökas i vilken utsträckning dessa slutsatser äger giltighet. Om en modell tycks leda till så egendomliga resultat som detta sistnämnda, finns det ju, om inte annat, skäl att anta, att realismen i förutsättningarna brister, och att ändrade förutsättningar leder till andra, kanske mera verklighetsnära resultat.

### *Tänkbara samband i modellen*

Förutsättningarna kan i första hand tänkas ändrade därigenom att de i modellen ingående storheterna —  $b$ ,  $p$ ,  $u$ ,  $r$  och  $i$  — står i något inbördes samband. Ett sådant samband kan vara av praktisk-politisk natur och bestå däri att en sänkning av  $u$  kanske gärna kombineras med en höjning av  $b$ . Om statsmakterna eftersträvar att med oförändrad belastning av bolagen såsom sådana driva fram en liberalare utdelningspolitik, kan det ju ligga nära till hands att tänka sig en sådan kombination av parameterförändringar. Likaså kan en sänkning av  $u$  förbindas med en höjning av  $i$ , liksom en höjning av  $b$  kan kombineras med en sänkning av  $i$ , varvid båda kombinationerna i princip kan vara avsedda att vidmakthålla samma totala uppbördsresultat. I den fortsatta framställningen skall sådana kombinerade skattesatsändringar diskuteras mera utförligt. Om några i modellen nödvändiga samband är det här naturligtvis inte fråga.

Ett nödvändigt samband kan däremot föreligga i andra avseenden. Man måste exempelvis veta, i vilken mån relationen mellan  $p$  och  $r$  kan tänkas påverkad av en förändring av  $b$  eller  $u$ . Kan man ha skäl att räkna med att de för  $r$  bestämmande faktorerna är desamma som de, vilka spelar en roll för aktiebolagens utdelningspolitik, kan kalkylen för en placering i ett annat aktiebolag spela en roll för bestämning av utdelningspolitiken enligt vår enkla modell. Den alternativa avkastning som bestämmer en aktieägars förräntningsanspråk  $r$  kan just vara den förräntning han kan få på sitt kapital vid en sådan alternativ placering. På samma sätt kan det tänkas, att avkastningsfaktorn  $p$  röner påverkan av att självfinansieringen uppmuntras eller tvärtom.

Finns det starka motiv för vinstnedplöjning inom bolagen, kan det tänkas att bolagskapitalet måste söka sig mindre räntabla placeringar än i lägen, där det är ont om pengar i bolagen därför att motiven för utdelning dominerar.

Vill man undersöka karaktären av de samband av detta slag, som kan tänkas ha praktisk relevans, blir det svårt att reda sig enbart med den uppställda modellen för användning av en krona av ett bolags disponibla vinst till utdelning eller till ackumulation inom bolaget. Detta sammanhänger med att det för dessa samband får betydelse inte endast vad bolagen kan ta sig för med sina pengar, utan också vad deras aktieägare kan göra med sina. Kalkylen för investering i aktier måste därvid, även om man i avseende på övriga möjliga placeringar tillåter sig ett *ceteris paribus*-antagande, spela en väsentlig roll, eftersom det vid ändrade bolagsskatteförutsättningar vore mindre rimligt att bortse från de därigenom ändrade förutsättningarna för aktieägarnas placeringar av pengar i gamla eller nya bolag. Problemet är alltså att finna bestämningsgrunderna för aktieägarnas avkastningsanspråk.

Frågan är på vilket sätt detta skall ske. Det ligger kanske nära till hands att utgå från den i sammanhanget bekväma förutsättningen, att aktieägarnas alternativa användning av utdelade vinster är en annan än aktieplacering. Därigenom skulle man under vissa förutsättningar kunna avstå från att räkna med något samband mellan å ena sidan de för bolagsbeskattningen bestämmande skattesatserna  $b$  och  $u$ , å andra sidan  $r$ . Men antagandet att ett sådant samband inte skulle föreligga kan från andra synpunkter vara mindre lämpligt.

Vi utgår i modellen från att den kalkylräntefot, varmed aktieägarna räknar är  $(1-i)r$ , dvs. en funktion av den alternativa placeringsmöjlighetens bruttoavkastning  $r$  och av den individuella marginals-katten  $i$ . Det förutsätts att marginals-katten  $i$  är densamma som gäller för aktieägarnas mottagna utdelningar. Detta antagande förutsätter i sin tur att det är arten av en alternativ avkastningsgivande placering och inte aktieägarnas avvägning mellan sparande och konsumtion, som är avgörande när de skall väga värdet av en ytterligare utdelningskrona mot värdet av motsvarande vinst såsom nedplöjd i bolaget. Ett antagande, att kalkylräntefoten  $(1-i)r$  skulle sakna samband med räntabiliteten av en aktieplacering, måste därvid framstå som mindre realistiskt. Läget skulle vara ett annat om aktieägarnas förräntningsanspråk antogs representera deras val mellan sparande och konsumtion på så sätt att  $(1-i)r$  finge representera den lägsta nettoförräntning efter skatt, som skulle få dem att avstå från att omedelbart konsumera sina utdelningar. Användningen av uttrycket  $(1-i)r$  i ett sådant sammanhang skulle emellertid vara missvisande, eftersom det förefaller osannolikt, att detta förräntningsanspråk sjunker med stigande marginals-katt.

#### *Värdet av bolagets aktier med hänsyn till nedplöjd vinst*

Vi behåller i modellen kalkylräntefoten uttryckt som  $(1-i)r$ . För att inte alltför mycket inskränka modellens praktiska värde skall vi beakta möjligheten

av de samband mellan  $b$ ,  $u$  och  $r$ , som tidigare berörts. För att studera dessa blir det emellertid nu nödvändigt att lägga om modellen från den tidigare avkastningsvärderingen till en kapitalvärdering. Det blir nödvändigt att — med all reservation för svårigheten att göra en sådan modell ens tillnärmelsevis verklighetsnära — söka skissera hur sambandet kan gestalta sig mellan bolags-skatten å ena sidan, räntabiliteten av en aktieplacering å den andra.

Minst komplicerad blir denna uppgift om man gör den i sammanhanget naturligtvis föga realistiska förutsättningen, att alla aktier värderas efter samma normer av alla placerare som säljer och köper dem och att alla bolag förutsätts fortleva så att alltså ingen utskiftning kommer att ske utan värderingen helt måste härledas ur framtida utdelningar. Den förstnämnda förutsättningen skulle kunna ges den alternativa utformningen, att någon handel med aktier inte förekommer. Detta antagande vore inte mindre orealistiskt. En fördel skulle det emellertid erbjuda genom att man på det sättet sluppe införa några förutsättningar beträffande eventuell skatt på kapitalvinst vid aktieförsäljning. I det följande skall vi tills vidare bortse från denna komplikation och utgå från att någon realisationsvinstbeskattning inte komplicerar bilden. (Jfr kapitel 3.)

Med förutsättningen att omsättning i alla fall kan ske inom en och samma grupp av placerare ger man åtminstone utrymme för möjligheten att nyplacering sker i befintliga aktier respektive att kapitalförbrukning finansieras genom försäljning av aktier. Vad man däremot utesluter med inskränkningen i fråga är, att en aktieägargrupp, som för egen del föredrar en viss utdelningspolitik, spekulerar i den från den egna gruppens avvikande värdering, som kan ges aktierna i fråga av en grupp placerare, vars intresse med avseende på utdelningspolitiken är av annat slag.

Det sagda kan belysas med följande formelsamband: Vi tänker oss en placerare, som sätter in ett visst kapital,  $K$ , i ett aktiebolag, där det i bolaget investerade kapitalets avkastning före skatt i enlighet med vårt tidigare antagande är  $p$ . Med detta har vi, som inledningsvis antyddes, lagt om modellen till en kapitalvärderingsmodell. Om vi räknar med att hela vinsten delas ut *varje år*, blir värdet av bolagets aktier i denne placerares hand

$$V = \frac{(1-i)(1-u)p}{(1-i)r} K = \frac{(1-u)p}{r} K. \quad (5)$$

Vi gör, som nyss påpekats, antagandet att placeraren i fråga, om han väljer att inte själv behålla aktierna, kommer att sälja dem uteslutande inom en krets av placerare, vilkas preferenser i avseende på utdelningspolitiken sammanfaller med hans, och för vilka den räntefot, efter vilken deras avkastning kapitaliseras, är densamma, med vilken han själv räknar, när han subjektivt värderar aktierna.

På motsvarande sätt räknar vi med en placerare, som sätter in sitt kapital i ett ackumulerande bolag. Om vi antar, att bolaget avser att övergå till att dela ut sin vinst om  $n$  år, blir värdet av dessa aktier

$$W = \frac{(1-u)p}{r} K \left[ \frac{1 + (1-b)p}{1 + (1-i)r} \right]^n = V \left[ \frac{1 + (1-b)p}{1 + (1-i)r} \right]^n \quad (6)$$

vilket innebär att (för  $n > 0$ )  $W > V$  när  $(1-b)p > (1-i)r$ , alltså samma samband, som vi tidigare funnit i formel (3). Problemet är emellertid hur man skall få någon mening i exponenten  $n$ . Tänker man helt statiskt betyder detta, att en utdelningspolitik, som är lönsam ett år, kommer att fortsätta att vara lönsam även nästa år och året därpå etc., nämligen under förutsättning att inte någon av de för utdelningspolitiken bestämmande faktorerna ändras. Räk-  
nar man å andra sidan med att t. ex.  $p$  faller i framtiden påverkas de jämförda värdena  $W$  och  $V$ .<sup>1</sup>

Trots det vanskliga i uppgiften måste man försöka bilda sig en föreställning om storleksordningen av dessa värden för att kunna finna karaktären hos sambandet mellan bolagsskattens nivå och det förräntningsanspråk, placerarna i bolagens aktier kan tänkas ställa.

### *Förräntningsanspråket*

Det är självfallet en svaghet i de angivna formlerna att man räknar med att  $p$  är lika för alla företag. I själva verket är det väl få företag som startas utan att man har att räkna med en större eller mindre avvikelse mellan anläggningarnas anskaffningsvärde och kapitalvärde, när detta senare mäts med användande av någon mera externt bestämd räntefot och inte med den egna investeringens beräknade internränta. Men den omständigheten att avkastningen på investeringar i verkligheten är varierande behöver inte hindra att man för en undersökning av skattefaktorns inflytande till en början bortser från dessa variationer och studerar hur läget skulle påverkas av skatten, för den händelse avkastningens variationer i övrigt vore negligibla.

Betydligt större problem uppkommer när man ur de givna formlerna vill söka deducera fram förräntningsanspråk, aktuella för aktieägare som är utdelningshungriga respektive sådana som är ackumulationsvilliga.

Vi utgår från att förräntningsanspråket nätt och jämnt tillfredsställs vid placering i ett nytt aktiebolag. Är detta förhållandet gäller att  $V = K$  för de aktieägare, som prefererar utdelning. Förräntningsanspråket före skatt,  $r$ , motsvarar då enligt formel (5)

$$r_v = (1-u)p. \quad (7)$$

De aktieägare, som föredrar ackumulation kan med samma betraktelsesätt —  $W = K$  i formel (6) — förmodas ha ett mera svårbestämbart förräntningsanspråk

$$r_w = (1-u)p \left[ \frac{1 + (1-b)p}{1 + (1-i)r_w} \right]^n. \quad (8)$$

<sup>1</sup> Ett antagande av denna innebörd har explicit införts i den formella analysen i appendix 1, s. 220.

Det som i detta uttryck föranleder bekymmer är, som redan antytts, beroendet av exponenten  $n$ . Vid stora värden på  $n$  närmar sig emellertid  $(1-i)r_w$  till  $(1-b)p$ , eftersom i så fall placerarnas värdering av investeringen i det närmaste helt baseras på  $(1-b)p$ . Därför kommer  $r_w$  aldrig att uppnå några orimligt höga värden, då vid stora  $n$ -värden  $r_w$  går mot  $r_v$ .<sup>1</sup>

Det sagda kan göras förståeligt, om man betänker att förutsättningen är en placering i ett bolag på så lång tid att den framtida skatten på utdelning blir helt likgiltig i förhållande till den takt, i vilken bolagets egna kapital kan växa. Naturligtvis behöver formel (7) och (8) inte gälla samtidigt.

En anledning varför det inte är särskilt realistiskt att räkna med stora värden på  $n$ , dvs. att placerarna ser utdelnings- och ackumuleringsmöjligheterna på mycket lång sikt är den att avkastningsutsiktarna inte kan förutsägas mer än för en mycket begränsad framtid. Nu spelar detta kanske inte riktigt den roll man skulle kunna tänka sig. Redan diskonteringsfaktorn gör avlägsna framtidsvärden mindre intressanta. Vissheten om att avkastningsmöjligheterna inte låter sig förutsägas får ju inte heller förstås som om man vore viss om att avkastningen av en investering i ett bolag efterhand skulle upphöra. På samma sätt som man vid upptagande av och placering i bundna lån gör vissa antaganden om den framtida ränteutvecklingen är det rimligt att vid placering i nya aktier utgå från att avkastning skall kunna påräknas inte bara på den närmast aktuella investering, som motiverar emissionen, utan också på de inom bolaget sparade framtida vinstmedlen.

<sup>1</sup> Detta kan visas på följande sätt. Sätt kvoten  $L = 1 + (1-b)p/1 + (1-i)r_w = L(r_w)$ ,  $b$ ,  $p$  och  $i$  är konstanter. Det gäller att  $r_w = L^n$  växer med  $n$  så länge  $L > 1$ . Samtidigt minskar  $L$  i värde, ty  $dL/dr_w < 0$ , varför tillväxttakten i  $r_w$  avtar. När  $L(r_w)$  passerat värdet  $L = 1$  (om detta nås) skall motsatsen gälla.  $r_w$  blir alltså ett *ändligt* tal för alla  $n$ . Efter logaritmering av (8) erhålls omedelbart

$\log \{1 + (1-i)r_w\} = [\log(1-u)p - \log r_w]/n + \log \{1 + (1-b)p\} \rightarrow \log \{1 + (1-b)p\}$ .  $n \rightarrow \infty$ , eftersom  $r_w$  är ett ändligt tal för alla  $n$ . I limes gäller alltså:

$$\log \{1 + (1-i)r_w\} = \log \{1 + (1-b)p\} \text{ eller}$$

$$(1-i)r_w = (1-b)p. \text{ Från (7) och (8) följer alltså att}$$

Det kan också visas att:

$$\frac{dr_w}{dn} = \frac{r_w[1 + (1-i)r_w] \log L}{1 + r_w(n+1)(1-i)}.$$

Förutsatt att  $L > 1$  från början avtar  $dr_w/dn$  monotont mot 0 när  $n \rightarrow \infty$ .  $r_w$  kommer då att närma sig asymptotiskt till  $(1-b)p/(1-i)$  underifrån. Om ursprungsläget är  $L > 1$ , dvs.  $(1-b)p > (1-i)r_w$  och ackumulation från början är lönsam kommer så att förbli allt framtgent, så länge relationen  $(1-u)p/r_w$  ej ändras.  $L$  förblir alltid  $> 1$ . Om  $L < 1$  från början samt  $(1-u)p/r_w \leq 1$  och oförändrad för den framtida period som betraktas, blir utdelning fördelaktig idag och framtgent.

Förräntningsanspråket  $r_v$  eller  $r_w$  är alltså enligt ovanstående resonemang att betrakta som endogent bestämt i vår teori för företagens utdelningsbeteende. Det kan nämnas redan här att den formella behandlingen i appendix 1 bygger på en, bl. a. i detta avseende, något avvikande förutsättning, nämligen att en kalkylränta före skatt,  ${}_1r$ , gäller från  $t \leq n$  men  ${}_2r$  för  $t > n$  (se s. 221). Med detta betraktelsesätt är såväl  ${}_1r$  och  ${}_2r$  som  $n$  exogent bestämda. Förräntningsanspråket härleds med andra ord ej ur modellen.

Kalkylen för en placering av detta slag kan emellertid karakteriseras av att föreliggande vinstförväntningar koncentreras till den närmaste tiden. Man kan t. ex. räkna med att en aktuell investering under någon begränsad tid kan komma att ge mycket god avkastning, eller att bolaget under ett uppbyggnadsskede kommer att kunna ge investerade medel en mycket räntabel användning, men att läget kommer att förändras i framtiden, när för bolagets del ett val kan bli aktuellt mellan stagnation och nyutveckling på ett kanske mindre givande område. I detta fall är det tänkbart, att  $n$  når ett ändligt värde, bestämt av det antal år, under vilka uppbyggnadsperioden kan beräknas fortsätta, medan å andra sidan  $p$  inte längre representerar en enhetlig avkastningsfaktor utan sjunker från ett högre värde under uppbyggnadsperioden till ett lägre värde under den efterföljande perioden.<sup>1</sup>

I den följande framställningen skall vi något beröra konsekvenserna för utdelningspolitiken av att  $p$  sjunker med  $n$ . Betydelsen av ett sådant antagande träder naturligtvis särskilt i dagen i de fall, då minskade expansionsmöjligheter föranleder inte endast en ändrad utdelningspolitik utan även en övergång av aktieinnehavet från en för ackumulation intresserad aktieägargrupp till en mera utdelningsglad.

---

<sup>1</sup> Gordons aktievärderingsmodell innebär i detta hänseende en intressant möjlighet till begränsning av perioden  $n$  (Gordon [1962]). Den innehåller i sin generella form en hel rad riskkomponenter, sammanhängande med bl. a. likviditet och solvens, vilka utan tvivel har väsentligt intresse i en generell modell men, som Gordon för övrigt själv visar (s. 130), kan vara umbärliga i ett mera begränsat, på skattefaktorn inriktat modellsammanhang. På en punkt har emellertid Gordon bibehållit riskfaktorn även i sitt skattekapitel, nämligen i avseende på värderingen av värdestegring i jämförelse med utdelning (s. 137). Här utgår han från att en aktieägare kan finna den värdestegring (i form av kapitaliserade framtida utdelningar), som han köper genom att avstå från utdelning i år, osäkrare och som följd därav mindre värd än den säkra utdelning, från vilken han avstår för att uppnå samma värdestegring. Å andra sidan kan — vilket Gordon inte särskilt nämner — möjligheten att om ett år gå över till en annan utdelningspolitik reducera denna riskeffekt, eftersom det bara är en relativt liten del av hela aktiens värde, som representeras av årets nedplöjning, och kommande års utdelningar på det ursprungliga kapital aktien representerar måste vara kapitaliserade efter en räntesats motsvarande den långa risk placeringen innebär, när kapitalförtäring inte är avsedd.

Den teknik som här används, vilken innebär att man för varje år på nytt kan ompröva utdelningspolitiken, avviker från Gordons förutsättning om konstant relation mellan utdelning och vinst. Gordon utgår under denna förutsättning från det arbiträra antagandet (s. 132), att aktiekursen utvecklar sig i takt med utdelningsnivån (med Gordons notation  $P_1 = P_0(1 + rb)$ , där  $rb$  motsvarar förräntningen av den ackumulerade delen av vinsten). Väl så rimligt kan det vara att anta en i förhållande till vinsten växlande utdelningsnivå, och som följd härav räkna med en kursnivå, som inte nödvändigtvis är beroende av den just aktuella utdelningsnivån utan snarare av den potentiella. Men det kan gott och väl tänkas att detta antagande är sämre än Gordons för det ändamål han har med sin modell, nämligen för att få en god anpassning till kursutvecklingen på sådana börsnoterade bolag, för vilka aktiekurserna bestäms av de placerares efterfrågan, som reellt saknar inflytande på bolagets utdelningspolitik.

### *Förytterliga aktier*

Vi kommer nu in på behovet av den ytterligare modifikation av modellen, som innebär att aktierna förutsätts kunna gå i handel mellan köpargrupper med olikartade preferenser. I en sådan analys uppstår emellertid en hel del svårigheter. De enkla uttrycken (1) och (2) kan tänkas påverkade av denna ändrade förutsättning i så måtto, att faktorn  $(1-i)r$  inte längre med nödvändighet betyder samma kalkylräntefot, som den aktuella aktieägaren för egen del räknar med. Om hans värdering av en för utdelning använd krona mäts med uttrycket  $(1-u)(1-i)$ , kan hans värdering av samma krona, nedplöjd i företaget, i stället för att grundas på ett subjektivt beräknat, kapitaliserat värde av de framtida utdelningar, som möjliggörs av vinstnedplöjningen, väl så gärna baseras på den höjning av aktiernas kursvärde, som samma vinstnedplöjning för med sig.

Det sistnämnda får naturligtvis inte förväxlas med en substansvärdering. Det är en alltför enkel teori att konstruera något automatiskt samband mellan nedplöjd vinst och kurshöjning, grundat på att vinstnedplöjningen skulle höja företagets slaktvärde. Men däremot är det tänkbart, att de höjda framtida utdelningar, som vinstnedplöjningen möjliggör genom att medlen placeras på ett räntabelt sätt för bolagets räkning, kan värderas högre av en köpargrupp med lågt förräntningsanspråk än av den just aktuella aktieägaren. Om vi i modellen tänker oss att  $i$  är en individuellt bestämd storhet, aktuell för den aktieägare vi just för ögonblicket betraktar, medför antagandet av aktiernas förytterlighet, att i uttrycket för  $W_1$  faktorn  $r$  inte längre är individuell utan marknadsbestämd, nota bene i den mån dess värde är lägre än det för vederbörande aktieägare aktuella.

Vid jämförelsen mellan  $V_1$  och  $W_1$  kom vi fram till att nedplöjning är lönsam, alltså  $W_1 > V_1$ , när  $(1-b)p > (1-i)r$ . Så länge vi bortsåg från möjligheten av aktieförsäljning till andra än likasinnade, kunde vi räkna med att en enskild aktieägare skulle kunna tänkas vara i den situationen, att han föredroge utdelning även vid en relativt hög marginals katt, av det skälet, att hans obenägenhet för fortsatt sparande och inte en alternativ placeringsmöjlighet för hans del dikterade faktorn  $r$ . Men när vi tar med möjligheten av en aktieförsäljning får jämförelsen en annan karaktär — den enskilde placerarens marginals katt  $i$  ställs här i relation till ett för marknaden gällande förräntningsanspråk  $r$ , som kan tänkas dikterat av placerargrupper med en helt annan inställning till sparandet och dess avkastning.

Härmed kommer vi in på den tidigare antydda förklaringen till att ackumulation kan vara lönsam även i ett läge, där aktieägarna inte själva är intresserade av aktivt sparande — förutsättningen är endast att andra köpargrupper har en annan inställning, som låter kursutvecklingen styras av ett lägre förräntningsanspråk. Det kan också tänkas att utvecklingen av aktiernas marknadsvärde följer en snabbare tillväxttakt (nämligen  $(1-b)p$ ) än vad som motsvarar marknadens förräntningsanspråk. I sådant fall kan det löna sig för en placerare, som från sina synpunkter anser ett papper övervärderat, att behålla

det därför att han räknar med att kursutvecklingen kommer att göra en senare försäljning ännu lönsammare från hans synpunkt än en omedelbar avyttring skulle vara.

Därmed är vi återigen inne på samma tankegång som ledde fram till uppställandet av formlerna för  $V$  och  $W$ . Ett samband mellan skattefaktorer och förräntningsanspråk kan knappast accepteras som realistiskt utan hänsyn även till den alternativt möjliga förräntning som aktieplacering ger.

Men det är på denna punkt som det blir speciellt komplicerat att överge den orealistiska förutsättningen att aktier inte avyttras eller säljs endast till lika-sinnade. Det går nämligen inte att undvika att nu ta in i bilden den förräntning som kan påräknas när aktier förvärvas i redan arbetande företag. Som senare skall visas kan förräntningsanspråket ställas betydligt högre på en marknad, där placerarna kan tänkas få en rabatt på det med faktorn  $p$  kapitaliserade värdet av bolagets framtida bruttoavkastning före skatt, motsvarande den latent skuldbelastning, som bolagsskatten beräknas innebära, än där placerarna är hänvisade till att göra sina placeringar i nya företag.

Om vi utgår från de tidigare använda formlerna (5) och (6), innebär övergivandet av förutsättningen om aktiernas oförytterlighet till andra än likasinnade, att man måste föra in i bilden inte endast de framtida utdelningsmöjligheterna utan även den framtida kursen.

Det kan här tänkas att både vid den ena och den andra alternativa utdelningspolitiken de angivna värdena kan differentieras mellan ett *subjektivt värde*, grundat på den enskilde placerarens kalkylränteanspråk, här betecknat  $(1 - i_s)r_s$  och ett *marknadsvärde*, grundat på den marginelle aktieplacerarens förräntningsanspråk, här kallat  $(1 - i_m)r_m$ .

Vi skulle alltså analogt med formel (5) och (6) få följande fyra uttryck:

$$V_s = \frac{(1 - u)p}{r_s} K \quad (9a)$$

$$V_m = \frac{(1 - u)p}{r_m} K \quad (9b)$$

$$W_s = \frac{(1 - u)p}{r_s} K \left[ \frac{1 + (1 - b)p}{1 + (1 - i_s)r_s} \right]^n \text{ och} \quad (10a)$$

$$W_m = \frac{(1 - u)p}{r_m} K \left[ \frac{1 + (1 - b)p}{1 + (1 - i_m)r_m} \right]^n. \quad (10b)$$

Men besvärligheterna är inte uttömda därmed. De givna uttrycken  $W_s$  och  $W_m$  innefattar nämligen båda den i sammanhanget orealistiska förutsättningen att utdelningspolitiken efter  $n$  år skulle komma att ändras utan att samtidigt någon förändring skulle äga rum vare sig i räntabiliteten  $p$  eller i det för värderingen relevanta förräntningsanspråket. Av större praktisk betydelse än värdet  $W_s$  ovan skulle t. ex. kunna vara ett värde

$$W_{ms} = \frac{(1 - u)p}{r_m} K \left[ \frac{1 + (1 - b)p}{1 + (1 - i_s)r_s} \right]^n, \quad (11)$$

symboliserande det subjektiva nuvärdet av aktier, när ägaren räknar med ackumulation under  $n$  år och sedan avser att sälja i samband med övergång till att utdela vinsten.

Vidare skulle man kunna tänka sig fall, där den ändrade utdelningspolitiken och en eventuell avyttring inte skulle sammanfalla i tiden, t. ex.

$$W_{msa} = \frac{(1-u)p}{r_m} K \frac{(1+(1-b)p)^n}{(1+(1-i_m)r_m)^{n-a}(1+(1-i_s)r_s)^a} \quad (12)$$

varmed betecknas det subjektiva värdet av aktierna i ett bolag, då ägaren efter  $a$  år förutsätts sälja på marknaden till placerare, vilka finner det lämpligt att fortsätta ackumulationspolitiken ännu i  $(n-a)$  år och därefter börja dela ut. Flera variationer skulle knappast bidra till att förenkla resonemanget.

Slutligen vore det, som inses av det ovan sagda, tänkbart att komplicera uttrycken ytterligare genom att rycka in en förutsättning om efter en viss tid sjunkande  $p$  som motivering till den ändrade utdelningspolitiken.<sup>1</sup> Det är naturligtvis ytterligt tvivelaktigt, huruvida något avseende kan fästas vid på detta sätt konstruerade framtidsvärden, om man betänker, under vilken nyckfull osäkerhet börsen tycks arbeta. Men som utgångspunkt för de partiella resonemang, som här förs, kan det ha sitt värde att studera vilka formelsamband, som bör gälla vid entydiga förväntningar om framtiden.

Läget kan bedömas vara sådant att expansionen bedöms bli begränsad. Efter en uppbyggnadsperiod, under vilken det ursprungliga kapitalet och de nedplöjda vinsterna kan beräknas få sådan användning, att dess konstanta avkastning är  $p_1$ , beräknas exempelvis nedplöjda vinster i fortsättningen inte kunna placeras till högre förräntning än  $p_2$ . Om  $(1-b)p_2 < (1-i_s)r_s$  blir i detta läge fortsatt ackumulation mindre lockande, och vi har alltså fått ett mått på det optimala värdet av  $n$ . Formlerna (9a), (9b), (10a) och (10b) får härvid fortsatt giltighet, bara med den ändringen, att  $p$  byts mot  $p_1$ .<sup>2</sup>

Egendomligt nog innehåller de då erhållna formlerna inte  $p_2$ , eftersom den avkastning man räknar med i framtiden, sedan ackumulationsperioden är avslutad, definitionsmässigt är densamma, alltså  $p_1$ , som man räknat med vid vinstnedplöjningen. Det är först avkastningen på *nya* nedplöjda vinster, som blir  $p_2$ , och den blir inte aktuell, om man upphör med ackumulationspolitiken efter utgången av perioden  $n$ . Räknar man däremot med att all avkastning, även på tidigare investeringar, sjunker efter utgången av  $n$  betyder detta att  $p_1$ , sådant det definierats, sjunker gradvis under tiden fram till  $n$ . I vår modell utgör  $p_1$  nämligen uttrycket för den framtida avkastningen under obegränsad tid av investeringar gjorda under tiden fram till utgången av den  $n$ :te perioden.

Om man räknar med att kalkylräntefoten  $(1-i_s)r_s$  eller  $(1-i_m)r_m$  påverkas av att avkastningen på nedplöjda vinster sjunker från  $p_1$  till  $p_2$ , ger detta kalkylerna ett annat utseende än om kalkylräntanspråket håller sig konstant.

<sup>1</sup> Detta antagande har införts i analysen i appendix 1.

<sup>2</sup> Se s. 139.

Vid sjunkande ränteanspråk efter utgången av perioden  $n$  kan man antingen tänka sig att kapitalvärdena stiger i proportion till nedgången av  $r$ , respektive  $r_m$  eller också i förekommande fall med ytterligare ett belopp motsvarande vinsten genom att ackumulation även efter utgången av år  $n$  framstår som lönsammare än utdelning, och utdelningspolitiken anpassas härtill. Vad som gör detta resonemang särskilt svårhanterligt för vårt ändamål är slutligen det förhållandet att  $p$ , som antagits lika för alla bolag, inte rimligtvis kan antas variera med tiden utan att samtidigt också variera mellan bolagen.

## MODELLENS ANVÄNDNING FÖR STUDIUM AV SKATTEFÖRÄNDRINGARS VERKNINGAR

Sedan vi på detta sätt gått igenom de olika variablerna i de modellsammanhang, som skall studeras, och de olika typer av samband, som kan användas, gäller frågan hur man i dessa modellsammanhang kan foga in olika typer av skatteförändringar. De skatteförändringar, som här närmast intresserar oss, gäller i första hand bolagsskattesatserna, den för utdelad vinst,  $u$ , och den för ackumulerad vinst,  $b$ . Inom ramen för ett skatteprogram, ägnat att gynna den utdelade vinsten, kan man tänka sig tre möjligheter, nämligen sänkning av  $u$ , höjning av  $b$  eller bådadera, alltså

- 1) sänkning av  $u$ , konstant  $b$
- 2) sänkning av  $u$ , höjning av  $b$
- 3) konstant  $u$ , höjning av  $b$ .

En parameterändring enligt program 2 kan i princip avpassas så, att skatteuttaget från bolagssektorn blir detsamma som förut. Arbetar skattelagstiftaren under någon realekonomiskt eller konventionellt betingad budgetrestriktion, kan man beträffande de båda andra alternativa programmen normalt räkna med ett behov av kompenserande åtgärder, antingen i form av nedskärning respektive expansion på budgetens utgiftssida (det alternativet skall inte undersökas i detta sammanhang) eller också i form av ett ändrat uttag av någon annan typ av skatt. Program 1 kan således kompletteras med en höjd personlig inkomstskatt, och program 3 med en sänkt personlig inkomstskatt. På motsvarande sätt gäller att man som kompenserande åtgärd kan höja respektive sänka konsumtionsbeskattningen. Beträffande den senare gäller emellertid, att den inte ingår som parameter i modellen — däremot är det, som strax skall utvecklas, möjligt ehuru inte obetingat nödvändigt att tänka sig ett samband mellan konsumtionsbeskattningens höjd och placerarnas förräntningsanspråk  $r$ . Vi får således ytterligare studera programmen

- 4) sänkning av  $u$ ,  $b$  konstant, höjning av  $i$
- 5)  $u$  konstant, höjning av  $b$ , sänkning av  $i$ .

Bland de många andra alternativ, som här ytterligare skulle kunna tas upp, skall här något beröras programmen

- 6) sänkning av  $u$ ,  $b$  konstant,  $i$  konstant, höjd konsumtionsbeskattning, och
- 7)  $u$  konstant, höjning av  $b$ ,  $i$  konstant, sänkt konsumtionsbeskattning.

Beträffande dessa skulle man kunna förmoda ett samband mellan konsumtionsbeskattningens höjd och förräntningsanspråket  $r$  på så sätt att förräntningsanspråket  $r$  skulle sjunka när konsumtionsbeskattningen stiger i förhållande till inkomstbeskattningen, och vice versa. Grunden för detta antagande är den av Bent Hansen [1955], s. 159, uppställda satsen — vilken naturligtvis bara gäller för hans modell, men denna får här antas representera en rimlig anknytning till verkligheten — att skillnaden mellan det sätt, på vilket en inkomstskattehöjning kan beräknas påverka sparviljan, och motsvarande effekt av en med restkvotens,  $(1 - i)$ , minskning proportionell, höjning av prisnivån via konsumtionsskatten, är lika med verkan av en likaledes proportionell räntesänkning.

Om vi avstår från att i programmen 1–5 räkna med andra korrekationer av placerarnas kalkylräntefot än dem, som utgör resultatet av förändrade kalkylförutsättningar vid aktieplacering, kan det kanske vara naturligt att vid en jämförelse mellan programmen 4 och 6 liksom mellan programmen 5 och 7 utgå från att en reform påverkar sparbenägenheten i allmänhet och därmed placerarnas förräntningsanspråk i programmen 4 och 5 på ett sätt, som skiljer sig från motsvarande inverkan i programmen 6 och 7 i samma hänseenden, som gäller beträffande effekten av en räntesänkning respektive en räntehöjning. Om man, som vi gjort, väljer att bortse från eventuella motsvarande effekter av en inkomstskatteförändring, bör det åtminstone vid en inbördes jämförelse mellan dessa par av i övrigt likartade program vara inte bara tillåtet utan nödvändigt att räkna med en olikartad utveckling av förräntningsanspråkets nivå, beroende på vilketdera programmet av skattehöjning respektive skattesänkning som väljs. Ett antagande härom behöver inte implicera något ställningstagande i den intrikata frågan om hur mycket och i vilken riktning en räntehöjning respektive räntesänkning påverkar sparbenägenheten. Det enda man tar hänsyn till är att, jämfört med program 4, program 6 i princip bör medföra samma förändringar som en räntehöjning, och att fördenskill i program 6 utvecklingen av räntenivån, om sparbenägenheten skall hållas på samma nivå som i program 7, måste få motsatt förtecken, alltså innebära en relativ räntesänkning. Motsvarande gäller programmen 5 och 7.

Det går emellertid att invända, att samma korrektion i stället bör företas i andra riktningen. Det kan tänkas, att det är programmen 6 och 7 som är de verkligt neutrala i förhållande till sparbenägenheten, och att det i stället är programmen 4 och 5 som måste mötas med ränteförändringar i höjande respektive sänkande riktning, om några förändringar i sparbenägenheten inte är avsedda.

En omständighet man måste räkna med är att de förändringar i  $r$ , som skulle kunna induceras av förändringar i den aktuella restkvoten  $(1 - i)$ , inte behöver vara lika stora som förändringarna i själva restkvoten. Inte heller skulle en sådan förändring av marknadsränteläget kunna undgå att lämna faktorn  $p$  helt opåverkad. Visserligen behöver inte de alternativa placeringsmöjligheter, som i modellen representerar förräntningen av nya bolagsinveste-

ringar,  $p$ , genomgående vara beroende av samma faktorer som styr utvecklingen av  $r$ . Men redan med hänsyn till konkurrensen mellan aktiebolag och enskilda firmor om vissa investeringsobjekt är det rimligt att räkna med en viss samvariation.

Av motsvarande skäl är det sannolikt inte särskilt givande att studera programmen 6 och 7 under förutsättning av att  $r$  skulle påverkas av konsumtions-skatteförändringen. Antar man att någon sådan påverkan inte äger rum, sammanfaller alternativen för här aktuella ändamål med program 1 respektive 3. Antar man en sådan påverkan blir effekten i vissa av de marginella fall vi skall undersöka redan teoretiskt ingen alls, i andra fall oviss med hänsyn till möjligheten av det samband mellan  $r$  och  $p$ , som nyss berördes.

Vi skall i fortsättningen avstå från att behandla programmen 6 och 7 såsom skilda från programmen 1 och 3, och likaså bortse från möjligheten av att något samband skulle kunna råda mellan å ena sidan förändringarna av faktorn  $i$  och å andra sidan förräntningsanspråket  $r$ .

## MODELLENS MARGINALFALL

Verkningarna på bolagens utdelningspolitik av de skatteförändringar, för vilka nyss redogjorts, karakteriseras av förskjutningar i de lägen, som enligt vad som framgår av de redan uppställda modellerna representerar skilda indifferenssituationer. Vi kallar dem för modellens marginalfall. Marginalfallen är alltså att beteckna som utgångslägen inför en skatteförändring. Ett problem i detta sammanhang är emellertid, att marginalfallet vid beslutet om ett befintligt bolags utdelningspolitik — i sin enklaste form framställt i formeln (3), som  $(1-b)p=(1-i)r$  — inte med nödvändighet eller ens som regel samtidigt motsvarar det fall, då nyplacering i ett utdelande eller i ett ackumulerande bolag med avkastningen  $p$  framstår som nätt och jämnt lönsam. Teoretiskt kan man tänka sig tre olika indifferensfall i avseende på utdelningspolitiken. Aktieägarna betraktar i dessa fall — med de värderingsnormer modellen innehåller — utdelning och ackumulation som likvärdiga, medan dessa bägge alternativ står i ett entydigt förhållande till  $K$ , dvs. till värdet av ett kapitaltillskott till bolaget.

$$\text{I) } V = W > K$$

$$\text{II) } V = W = K$$

$$\text{III) } V = W < K.$$

I marginalfall I framstår nyplacering i bolag som klart lönsam, i marginalfall II är den varken lönsam eller olönsam och i marginalfall III lönar den sig inte alls. Vilket av dessa lägen man befinner sig i är likgiltigt för bestämmande av utdelningspolitiken, så länge man räknar med att  $r$  är exogent bestämt av placeringsalternativ utanför bolagssektorn. Om man emellertid konstruerar modellen så, att  $r$  påverkas av de faktiska placeringsmöjligheterna i bolag, kan man inte längre underlåta att göra skillnad mellan de nämnda marginalfallen.

Likaså kan man i avseende på lönsamheten av nyplacering i bolag teoretiskt tänka sig fem marginella fall, nämligen förutom marginalfall II ovan även

$$\text{IV)} \quad K = V > W$$

$$\text{V)} \quad K = V < W$$

$$\text{VI)} \quad K = W > V$$

$$\text{VII)} \quad K = W < V.$$

I marginalfallen IV–VII är valet av utdelningspolitik givet. Sitt intresse som marginalfall får de med hänsyn till att det kan tänkas, att det förräntningsanspråk, som för placerarnas del bestämmer deras val av utdelningspolitik, kan härledas just ur räntabiliteten av placeringar av det slag dessa marginalfall avser. I varje fall är det rimligt att anta, att förräntningsanspråket inte ligger lägre än vad som satisfieras i något av dessa marginalfall. (Jfr formelerna (7) och (8).)

När  $K < V$  och/eller  $W$  finns det en reserv av investeringsalternativ, som gör att minimiförräntningsanspråket inte kan härledas till möjligheterna till nyplacering i bolag. Därför kan av de givna marginalfallen naturligtvis endast II, III, IV och VI vara av intresse för vårt ändamål. Först när alla placeringsmöjligheter uttömts, som med marknadens förräntningsanspråk ter sig lönsamma, respektive marknadens förräntningsanspråk anpassats därefter, att samma mättnadsläge nåtts, kan man räkna fram ett marginellt förräntningsanspråk grundat på placeringsmöjligheterna i fråga.

Så länge man räknar med en enhetlig bedömningssituation för alla placerare, är de angivna marginalfallen tillräckliga för vissa preliminära slutsatser om verkningarna av alternativa skatteprogram på utdelningspolitiken.

## ALTERNATIVA SKATTEPROGRAMS VERKNINGAR PÅ UTDELNINGSPOLITIKEN

I följande kapitel skall en genomgång göras av de diskuterade skatteprogrammets verkningar på utdelningspolitiken i de skilda indifferenssituationer — marginalfallen — som nu angetts. Eftersom denna genomgång måste bli ganska omständig och i sina formella delar knappast heller är helt nödvändig att ta del av för den läsare, som bara är intresserad av undersökningsresultaten, skall här en kort sammanfattning göras av de huvudsakliga slutsatser genomgången leder till. Den läsare, som är intresserad av att närmare gå in på metoderna, hänvisas till kapitel 6. Det kan också vara värt att påpeka, att kapitel 6 i sin senare del innehåller en hel del diskussioner av de praktiska villkoren för att olika studerade valsituationer skall föreligga och av de institutionella förutsättningarna för att genomföra en sådan anpassning till ändrade skatteregler, som enligt de förda resonemangen kan te sig lönsam. Dessa avsnitt är inte lika svårtillgängliga som den teoretiska framställningen i början.

Den metod som här används för att bygga upp en teori om skatteprogrammets verkningar på utdelningspolitiken innebär en betydande begränsning i

förhållande till vad det skulle betyda att kartlägga alla tänkbara verkningar av en skattereform. Inom ramen för vår diskussion har vi emellertid också tagit in åtminstone en ytterligare aspekt på ämnet utom utdelningspolitiken, nämligen de olika skatteprogrammets inverkan på lönsamheten av en aktieplacering. Den frågan är inte bara aktuell i sig själv. Den får också betydelse för vårt modellresonemang om utdelningspolitiken och närmare bestämt på det sättet, att lönsamheten av en aktieplacering kan få betydelse som bestämningsfaktor för den kalkylränta, det nettoförräntningsanspråk, som aktieplaceringarna utgår från när de bedömer den relativa lönsamheten av olika handlingsalternativ.

Det är naturligtvis betydligt mindre komplicerat att göra bedömningen av programmets verkningar med antagande av att kalkylräntan bestäms helt oberoende av vilket förräntningskrav som blir tillgodosett vid en aktieplacering. I den enkla formen tillåter modellen ganska entydiga slutledningar, även om man inte ens i det sammanhanget har rätt att utgå från att differentieringen av bolagsskatten i den diskuterade riktningen alltid får en utdelningsstimulerande effekt: kompenseras en sänkning av skatten på utdelad vinst,  $u$ , med en höjning av den personliga inkomstskatten,  $i$ , är det sålunda tänkbart, att en ackumulation inom bolag ter sig lönsammare än före reformen.

Tar man hänsyn till aktieplaceringsmöjligheterna som bestämningsfaktorer för kalkylräntan, kan detta ske på två sätt. Det enkla, teoretiska fallet går ut på att endast beakta möjligheterna till placering i nystartade bolag — av tekniska skäl tillfogas i resonemanget även den teoretiska förutsättningen att aktier är omöjliga att avyttra till andra än »likasinnade», med andra ord sådana köpare som skattemässigt befinner sig i samma kalkylsituation som den aktuella placeraren. I samband med att vi här undersöker betingelserna för att en aktieplacering skall vara lönsam kommer vi (kapitel 6, s. 140) in på en praktiskt inte oviktig fråga, nämligen i vilket fall det är en ändring av skattesatsen för utdelad vinst,  $u$ , och i vilket fall det är motsvarande ändring av skattesatsen för outdelad vinst,  $b$ , som får den största betydelsen för aktieplaceringens lönsamhet. Vi finner, att ju högre räntabiliteten är inom bolaget, ju kortare behöver den tid vara, under vilken bolaget planeras växa genom ackumulation av sina vinstmedel, för att det skall vara beskattningen av dessa medel snarare än beskattningen av utdelad vinst, som väger tyngst i lönsamhetskalkylen.

Med detta kommer vi fram till ett rätt väl preciserat uttryck för skiljaktigheterna i kalkylbetingade preferenser mellan bolag med olika typer av finansieringsplaner.

Framställningen går vidare till en högre komplikationsgrad — men också till en högre grad av realism — när vi släpper förutsättningen att aktier kan säljas bara till likasinnade. Det särskilt intressanta fallet är fortfarande det, som gäller ett bolag, vars planering går ut på ackumulation under en viss tid och en efterföljande övergång till en liberalare utdelningspolitik, kanske i samband med överlåtelse av aktierna till en annan grupp av ägare.

Här står det klart, att själva grundförutsättningen, en utdelningspolitik bestämmd med hänsyn till i någon mening homogena aktieägarpreferenser, blir mindre realistisk, om den appliceras på de stora börsnoterade bolagen, medan däremot realismen inte synes obetydlig, om siktet inriktas på fåmansbolag och liknande företag. De kalkyler, som samtidigt tar med i bilden både möjligheten att ackumulera alla vinster och att dela ut dem, både att behålla alla aktier hos den tidigare ägargruppen och att sälja ut dem till placerare med andra preferenser, blir knappast intressanta annat än som extremfall av vad som såvitt de stora börsbolagen angår på sin höjd kan vara praktiskt noterbara tendenser. Men även som sådana kan de naturligtvis ha sitt intresse.

Vi finner vid den modellexercis som vi driver med dessa förutsättningar, att det svårbestämbara i de olika programmens verkningar blir bestyrkt. På samma sätt som under de förenklade förutsättningarna finner vi en åtskillnad mellan effekterna på utdelande och ackumulerande bolag av en skatteförändring, som enbart berör  $u$  (program 1). En sådan förändring får gå så långt, att det lönar sig lika bra att dela ut och ta tillbaka pengarna efter beskattning hos aktieägarna som att ackumulera medlen, innan man kan vara säker på att den för alla bolag innebär ett motiv för omläggning av deras utdelningspolitik. Förbinds reformen med en höjning av  $b$  (program 2), är verkan i utdelningsstimulerande riktning mera sannolik. Och om det i stället gäller en omläggning av beskattningen som innebär att  $u$  sänks på bekostnad av en höjning av  $i$  (program 4) kan det, som vi tidigare antydde, gott och väl hända, att verknigen kommer att gå i rakt motsatt riktning mot den avsedda och stimulera vissa bolag att ackumulera sin vinst i stället för att dela ut.

Verkningarna av reformprogrammen har studerats med speciell noggrannhet för vad vi kallat marginalfall VI, med andra ord, det marginalfall, där en nyplacering i ett ackumulerande bolag kan tänkas nätt och jämnt lönsam, samtidigt som placeringen är olönsam om bolaget delar ut hela sin vinst. Detta fall har behandlats med särskild utförlighet, därför att det tyckts mera realistiskt än flera av de andra fallen, samtidigt som det erbjuder större teoretiska svårigheter än de andra. I själva verket har det blivit nödvändigt att i ett särskilt matematiskt appendix generalisera teorierna bakom behandlingen av detta marginalfall i det enkla oförytterlighetsfallet.

I samband med införandet av möjligheten av aktiernas avyttring har ett annat marginalfall särskilt förtjänat uppmärksamhet, nämligen fall III, enligt vilket varken utdelande eller ackumulerande bolag erbjuder tillräckligt lönsamma villkor vid nyplacering, medan däremot aktieägarna i utgångsläget är indifferent i valet mellan utdelning och ackumulation.

Det måste emellertid observeras, att det finns åtskilliga specialfall, där de andra marginalfallen får aktuell betydelse. Bland dessa kan t. ex. nämnas de fall, i vilka aktieägarna inte behöver skatta för utdelning. Praktiskt kan detta bero t. ex. på att reglerna mot kedjebeskattnings av utdelning mellan bolag är tillämpliga, eller på att aktieägaren är en skattefri stiftelse, eller på att aktieägaren är domicilierad i utlandet och genom dubbelbeskattningsavtal eller på

annat sätt kommer i åtnjutande av utdelning från bolaget utan svensk eller annan skatt. Här kan marginalfall IV få aktualitet, och reaktionerna på en differentierad bolagsskatt blir helt andra och mycket mera entydiga. Det skall emellertid inte glömmas bort, att en reform på bolagsskatteområdet av det slag vi här behandlat knappast kan antas bli politisk verklighet utan att förbindas med försiktighetsmått, ägnade att sätta stopp för ett utnyttjande som skulle kunna rubriceras som missbruk.

Det skulle varit värdefullt att kunna ställa upp i tabellform de verkningar av de olika reformprogrammen, som enligt undersökningen kan tänkas bli aktuella i modellens marginalfall. När detta underlåtits är anledningen främst den, att en sådan tabell skulle bli intetsägende och närmaste vilseledande om den ställdes upp enkelt och överskådligt. Samtidigt skulle den bli helt onjuttbar, om den fylldes med alla de många reservationer och speciella hänsyn, som redovisas i den löpande texten i kapitel 6. Att det förhåller sig på det sättet kan tjäna som en erinran om att modellen skall illustrera en verklighet, långt mera komplicerad än som kan kännas bekvämt vare sig för en skattelagstiftare eller för den som försöker forska om skatterna.

# Alternativa skatteprogramms verkningar på utdelningspolitiken

## MARGINALFALLEN OCH SKATTEPROGRAMMEN

Från kapitel 5 noterar vi fyra marginalfall och fem olika skatteprogram, vilka nu närmare skall diskuteras. Deras innebörd är följande:

### *Marginalfall*

- II)  $V = W = K$
- III)  $V = W < K$
- IV)  $K = V > W$
- VI)  $K = W > V$

### *Skatteprogram*

- 1)  $u$  sänks,  $b$  konstant
- 2)  $u$  sänks,  $b$  höjs
- 3)  $u$  konstant,  $b$  höjs
- 4)  $u$  sänks,  $b$  konstant,  $i$  höjs
- 5)  $u$  konstant,  $b$  höjs,  $i$  sänks.

## OFÖRYTTERLIGA AKTIER

### *Marginalfall III. $V = W < K$*

I marginalfall III, som är det enklaste, eftersom  $r$  där antas vara oavhängigt av bolagsskattens utformning, är det möjligt att ta till utgångspunkt den enkla jämförelseformeln (3) i kapitel 5. Är utgångsläget  $V = W$  innebär nämligen detta, som vi tidigare funnit (s. 114), att  $W$  blir  $> V$ , dvs. ackumulation föredras framför utdelning, när förhållandena ändras därhän, att  $(1-b)p$  blir  $> (1-i)r$ , och vice versa.

Det inses, att utdelningspolitiken i detta läge icke påverkas av vare sig en höjning eller en mindre sänkning av skatten på utdelad vinst,  $u$ . Denna skattesats är nämligen eliminerad i formeln. Detta för också med sig att vi här kan uttrycka relationen mellan  $V$  och  $W$  antingen som en kvot,  $C = V/W$  (jfr formel (3) i kapitel 5), där utdelning föredras och  $C > 1$  och vice versa, eller som en differens,  $D = V - W$ , där utdelning föredras om  $D > 0$  och vice versa. Däremot kan det, som senare skall beröras, tänkas att en större sänkning av  $u$  i formel (5) i kapitel 5 leder till att  $V \geq K$ .

För de härovan nämnda alternativa typerna av skatteprogram får vi i övrigt följande effekter på utdelningspolitiken i detta enkla fall. Det skatte-

program, som innebär att endast  $u$  ändras — 1 — medför ingen ändring. De program — 2, 3 och 5 — som innefattar en höjning av  $b$  medför, att utdelning föredras framför ackumulation. Det program — 4 — som innebär att  $i$  höjs och  $b$  står oförändrat medför att ackumulation föredras framför utdelning.

Vad slutligen angår de varianter av programmen 4 och 5 i vilka en höjning av  $r$  inträder i samband med att  $i$  höjs och vice versa, kan man för program 4 konstatera, att utdelning föredras framför ackumulation endast om höjningen av  $r$  blir proportionsvis större än sänkningen av  $(1-i)$ . I program 5 föredras ackumulation framför utdelning endast om  $r$  faller så mycket mera än  $(1-i)$  stiger, att det kompenserar sänkningen av  $(1-b)$ , dvs. en knappast realistisk förutsättning. Det sagda illustrerar varför det, som nämndes i kapitel 5, s. 121, kan vara tillräckligt att här betrakta programmen 4 och 5 under antagande av att  $r$  står oförändrat.

Inledningsvis nämndes, att  $r$  i detta marginalfall antogs vara oavhängigt av bolagsskattens utformning. Det kan finnas skäl att ytterligare diskutera detta påstående, som självfallet blir relevant endast under den här angivna förutsättningen, att avyttring av aktier sker uteslutande till »likasinnade».

Det är nämligen i och för sig fullt motiverat att räkna med att för vissa placerare det aktuella placeringsalternativet just är sådana förvärv av aktier från i detta hänseende likasinnade säljare. Om  $V = W < K$ , kan det naturligtvis vara lönsamt att göra en sådan placering, oaktat en placering i nya aktier inte tillgodoser samma förräntningsanspråk. Vi kan emellertid ur kalkylen för detta slags placering såvitt angår utdelande bolag inte härleda något förräntningsanspråk, som skulle kunna framställas som avhängigt av reglerna för bolagsbeskattningen.

För de placerares del, som föredrar ackumulation, blir — om alternativutnyttjandet är placering i annat aktiebolag — på motsvarande sätt  $r$  bestämt av den årliga ökningen av  $W$ . Om vi kan anta att det dröjer länge till den tidpunkt  $n$ , då ackumulation inte längre framstår som lönsam, är det möjligt att räkna med en proportionell tillväxt i värdet  $W$  med faktorn  $(1+(1-b)p)$  för varje år av fortsatt vinstackumulation. Om man inte behöver räkna med någon kapitalvinstbeskattning eller om perspektivet är mycket långt (jfr s. 115), är detta ett nettoförräntningsmått, dvs.  $(1-i)r = (1-b)p$ , då med  $(1-i)r$  förstås nettoavkastningen på investerat kapital efter förekommande skatt. Eftersom en höjning av  $b$  eller en sänkning av  $p$  innebär en sänkning av denna räntefot, är det här, till skillnad från vad som konstaterades beträffande aktier i utdelande bolag, möjligt att räkna med en inverkan av sådana förändringar på för detta slags aktieplacering intresserade placerares kalkylräntefot. Man bör därvidlag observera, att den *takt*, med vilken värdet  $W$  växer på grund av årlig ackumulation, är densamma oavsett vilket värde, som kvoten  $K/W$  äger.

Anknyttande till detta förhållande kan man gott och väl tänka sig en situation, i vilken  $V = W = (1-i)K$ , motsvarande utgångsläget för en placerargrupp med homogena förutsättningar i fråga om skattesats och nettoförräntningsanspråk. Det senare har alltså värdet  $(1-b)p$ , som enligt det föregående vid

indifferens mellan de båda typerna av utdelningspolitik sammanfaller med  $[(1-i)(1-u)p/V]K$ . Det är för en sådan grupp, som vår utgångsposition i detta avsnitt,  $V=W<K$ , är giltig. Den begränsande förutsättning, som upprätthålls i detta avsnitt, nämligen att avyttring kan ske endast till likasinnade, gör det en smula komplicerat att utveckla den faktiska innebörden av denna situation.

Det är emellertid möjligt att i anslutning till den angivna situationen räkna med  $(1-b)p$  som ett minimum för placerarnas kalkylräntefot  $(1-i)r$ . Om kalkylräntefoten efter skatt sjunker under  $(1-b)p$ , blir det under alla förhållanden lönsamt att välja ackumulation i stället för utdelning. I detta nya läge bestäms nettoförräntningsanspråket av faktorn  $(1-b)p$ , vilket i fortsättningen innebär, att en höjning av  $b$  sänker kalkylräntefoten  $(1-i)r$ . Detta i sin tur får till följd, att de placerare, vilka inte genom annan placering kan nå en nettoförräntning efter skatt överstigande det nya läget för  $(1-b)p$ , kommer att fortsätta att preferera ackumulation framför utdelning. Om den bruttoavkastning dessa placerare kan nå vid annan placering är skattepliktig och motsvarar den avkastning, som kan uppnås vid ett aktiebolags medelsplacering, alltså  $p$ , eller skattefri och motsvarande  $(1-b)p$  före höjningen av  $b$  blir däremot nettoförräntningsanspråket  $(1-i)r$  opåverkat av höjningen av  $b$ . Denna innebär i ett sådant gränsfall, att de placerare, för vilka förut  $b=i$  och  $r=p$ , nu kommer att föredra utdelning framför ackumulation.

Men de placerare, för vilka  $i>b$ , befinner sig i ett annat läge. Endast om deras alternativa placeringsmöjligheter ger en högre bruttoförräntning före skatt än  $p$  eller — t. ex. på grund av skattefrihet — en högre nettoförräntning efter skatt än  $(1-b)p$  i det nya läget, kan de reagera på höjningen av  $b$  genom att preferera utdelning framför ackumulation. Så länge detta inte är förhållandet, sjunker deras nettoförräntningsanspråk med bibehållande av preferensen för ackumulation framför utdelning.

Man skall i detta sammanhang observera betydelsen av den orealistiska, begränsande förutsättning, som här gjorts, nämligen att aktier endast kan avyttras till och förvärvas från placerare med samma kalkylförutsättningar. Innebörden av denna förutsättning är, att förräntningsanspråket för de marginellt ackumulationsvilliga aktieägarna sjunker i proportion med  $(1-b)p$ , men att  $W$  och  $V$  därigenom stiger, det sistnämnda beroende därpå, att det är samma förräntningsanspråk som dikterar båda typerna av kurser. Ju mer  $b$  stiger, desto högre skulle, med detta sätt att se saken,  $V=W$  stiga, ända till dess den situation uppkommer att  $V=K$ , i vilket fall förräntningsanspråket börjar dikteras av räntabiliteten vid placering i nya bolag, eller att redan dessförinnan någon alternativ placeringsmöjlighet börjar diktera förräntningsanspråket, i vilket fall de förut marginella aktieägarna kommer att börja föredra utdelning framför ackumulation.

Om en sådan alternativ placeringsform inte existerar, och om differentieringen av bolagsskatten går ända till en punkt där  $(1-b) \leq (1-u)(1-i)$ , på sådant sätt att i gränsfallet  $V=K$ , blir en fortsatt höjning av  $b$  inte längre

relevant för de berörda placerarnas nettoförräntningsanspråk. Ju lägre  $i$  är, desto mindre är den differentiering av bolagsskatten, som krävs för att uppnå ett sådant läge. Sänks  $u$ , inträder det snabbare än om det bara är en höjning av  $b$ , som företas. När gränsvärdet uppnåtts för en placerargrupp kommer, som framgår av det sagda, förräntningsanspråket för dessa placerare inte länge att följa utvecklingen av  $(1-b)p$  utan i stället  $(1-u)(1-i)p$ .

Först i denna situation när utdelning ställer sig gynnsammare än ackumulation kan förräntningsanspråket tänkas vara påverkat av skatten på utdelad vinst. Den omständigheten att vid en ytterligare sänkning av  $u$  förräntningsanspråket i enlighet därmed stiger innebär alltså inte någon preferensändring för de placerares del som redan föredrar utdelning framför ackumulation. Där emot är det en väsentlig modifikation till vad som framhållits i inledningen, att en sänkning av  $u$ , förutsatt att den går så långt att  $(1-u)(1-i) \geq (1-b)$ , kan tänkas driva upp den alternativt möjliga avkastningen vid placering i utdelande bolag tillräckligt högt för att placerare, som tidigare föredragit ackumulation, skall preferera utdelning.

### *Marginalfall II. $V = W = K$*

Som angavs i början karakteriseras detta marginalfall av att i utgångsläget  $V = W = K$ , dvs. de placerare, med vilkas preferenser här räknas, är indifferentia i avseende på utdelningspolitiken och finner placering i nya aktiebolag med avkastning  $p$  på placerat kapital vara nätt och jämnt lönsam, oavsett vilken utdelningspolitik, som förs.

Praktisk innebörd har denna egendomliga faktorkonstellation bara i vissa undantagsfall. Med utgångspunkt från formel (6) i kapitel 5, ser man lätt, att marginalfall II gäller enbart när båda villkoren  $(1-b)p = (1-i)r$  och  $r = (1-u)p$  gäller. Alltså måste  $(1-b) = (1-i)(1-u)$ . I det följande skall vi diskutera ett antal fall där denna likhet kan aktualiseras.

Så kan vara förhållandet, när  $i=0$  och  $b=u$ , vilket är läget när de marginala placerarna utgörs av t. ex. *skattefria fonder och stiftelser*. För dem gäller i princip, att varje differentiering mellan  $b$  och  $u$  medför att den utdelningspolitik föredras som ger den lägre bolagsskatten.<sup>1</sup> Om därför  $u$  sänks i förhål-

<sup>1</sup> Det är likväl realistiskt att räkna med ett betydande undantag. Skattefriheten för mottagna aktieutdelningar gäller för flertalet allmännyttiga stiftelsers del bara under förutsättning att en stor del av stiftelsekapitalets avkastning används för det skattefrihetsgrundande ändamålet. Om nu stiftelseledningen betraktar det som ett önskemål att underlätta det av stiftelsen ägda bolagets expansion kan det framstå som en med skattebelastningen  $i$  jämförbar börda att stiftelsen för att behålla sin skattefrihet normalt måste använda ungefär 80 % av nettoavkastningen för sitt skattefrihetsgrundande ändamål och alltså inte kan spara mer än 20 %. Avbränningarna på de medel som i stället sparas inom bolaget blir med  $b < 80\%$  i själva verket mindre än denna avtappning av stiftelsemedel. Å andra sidan får man anta, att stiftelseledningar i gemen inte ser användningen av medel för stiftelsens ändamål som ett slags beskattning. Det kan vidare kanske inte helt utslutas att en stiftelse inte anses fullfölja något allmännyttigt ändamål om den medvetet utnyttjar möjligheterna att beröva sig — och därmed ändamålet — varje löpande av-

lande till  $b$  kommer dessa placerare att preferera utdelning i förhållande till ackumulation. I vårt modellsammanhang illustreras detta förhållande genom att i program 1, där  $u$  sänks vid konstant  $b$ ,  $r$  stiger med  $(1-u)p$  och därmed jämvikten  $(1-b)p = (1-i)r$  rubbas till utdelningarnas förmån.

Naturligtvis kan man diskutera det praktiska värdet av detta konstaterande. Förutsättningen är ju att bolagsplacering alls skall vara lönsam, dvs.  $r \leq (1-u)p$ , och man kan fråga sig om vid positivt  $u$  en sådan differens mellan  $r$  och  $p$  skall behöva vara för handen. Så är emellertid förhållandet när vederbörande stiftelse för egen del är förhindrad att under utnyttjande av skattefriheten göra sådana placeringar, som ger bästa avkastning — det är så till vida typiskt, att även sådana fonder och stiftelser, som är skattefria för inkomst av kapital, likväl är skattskyldiga för inkomst av rörelse. Det är också i regel så att institutionella förhållanden hindrar aktiva investeringar med den större risk dessa medför. Därigenom kan en differens föreligga mellan  $p$  och  $r$ , även om man, som vi gör här, beräknar  $p$  som den avkastning av bolagsinvestering som framkommer sedan hänsyn tagits till förekommande särskilda riskräntanspråk.<sup>1</sup>

En annan grupp för vilken villkoret  $(1-b) = (1-i)(1-u)$  synes vara uppfyllt, är i princip *aktiebolagen*. Enligt den alltmer urholkade men i princip alljämt gällande huvudregeln i svensk skatterätt är de utdelade bolagsvinsternas dubbelbeskattning inte avsedd att vara en kedjebeskattnings i de fall, när ett bolag äger aktier i ett annat. Utdelningarna lämnas därför fria från skatt hos

kastning genom en extremt snål utdelningspolitik inom det av stiftelsen ägda bolaget. Därför kan nog varken det ena eller det andra alternativet betraktas som helt realistiskt som uttryck för stiftelseledningars skattekalculer.

<sup>1</sup> Läget för denna placerargrupp för vilken  $i = 0$ , är alltså i princip antingen det, som förutsattes i texten, alltså  $r = (1-u)p$ , eller, för att välja ett annat ytterlighetsalternativ, att placeringsmöjligheterna är desamma för fonden direkt som för ett aktiebolag och alltså  $r = p$ .

Om  $r = (1-u)p$  blir för fonden

$$V = \frac{(1-u)p}{r} K = K$$

och, så länge  $(1-u) = (1-b)$

$$W = \frac{(1-u)p}{r} \left[ \frac{1 + (1-b)p}{1+r} \right]^n K.$$

Varje förskjutning som gör  $(1-u) > (1-b)$  försämrar kalkylen för  $W$  när  $n > 0$ .

Om  $r = p$  (och då föreligger inte längre marginalfall II) blir

$$V = (1-u)K \text{ och}$$

$$W = (1-u) \left[ \frac{1 + (1-b)p}{1+p} \right]^n K.$$

I detta läge är  $V > W$  för varje positivt värde på  $b$  och  $n$ .

mottagande aktiebolag. Eftersom bruttoförräntningsanspråket före skatt däri-genom blir ett annat för dessa bolag vid aktieplacering än vid annan placering, kan även villkoren  $r = (1 - u)p$  och (eftersom  $i$  här  $= 0$ )  $(1 - b)p = (1 - i)r$  anses uppfyllda i detta sammanhang. Därför är det, såvitt gäller de av bestämmel-serna om frihet från kedjebeskattning berörda aktiebolagen, möjligt att utgå från att  $V = W = K$ . Men däremot är det knappast skäl att härav dra några slutsatser beträffande utdelningspolitiken vid införandet av en differentierad bolagsbeskattning.

För det första är det nämligen inte särskilt upplysande att såsom verkningar på utdelningspolitiken betrakta förändringar, som endast har avseende på ut-delningar mellan bolag — pengarna blir ju i alla fall kvar i bolagssektorn. För det andra är det anledning att räkna med att en reform, som innebär en per-manent genomförd differentiering av bolagsskattesatsen, i den svenska lag-stiftningen skulle kompletteras med bestämmelser, avsedda att skapa likstäl-lighet mellan behandlingen av inom bolag ackumulerad vinst och sådan vinst, som delas ut från ett bolag till ett annat och ackumuleras i det senare bolaget.<sup>1</sup> Detta slags korrektion kan i och för sig ske på två olika sätt, nämligen antingen genom att till för utdelning skattefria bolag utdelad vinst betraktas såsom ackumulerad eller genom en efterskatt motsvarande skillnaden mellan  $b$  och  $u$  på den del av aktiebolags mottagna utdelningar, som inte i sin tur går vidare i form av utdelning till aktieägarna.

Om man emellertid avstår från en korrektion av sistnämnda slag vid infö-randet av en differentierad bolagsbeskattning, kan en sådan reform få till resultat, att för dotterbolagens del utdelning föredras framför ackumulation. Men för den skull behöver, som antytts, strömmen av utdelningsmedel från bolagssektorn till den privata sektorn inte nödvändigtvis bli stridare. Tvärtom kan man tänka sig att den skatt på ackumulerad vinst, varmed aktieägarna utanför bolagssektorn i sådant fall realistiskt räknar, kan falla och stimulan-sen till ackumulation däri-genom bli större. Placerarna kan nämligen räkna med möjligheten att bolagen ackumulerar utdelningar, som motsvarar med skatte-satsen  $u$  beskattade vinster hos andra bolag, och som inte därutöver beskattas hos mottagande bolag.

En ytterligare grupp av placerare, för vilka de aktuella villkoren kan tänkas uppfyllda, är vissa i utlandet domicilierade aktieägare. Generellt är detta visser-ligen inte fallet, eftersom kupongskatt i princip utgår på aktieutdelningar till utlandet med 30 %. Men kupongskatten är genom dubbelbeskattningsavtal i många fall reducerad, oftast till 15 %, i vissa avtal till lägre belopp. Samtidigt gäller ofta att mottagarländerna antingen enligt avtal medger skattefrihet — det gäller särskilt för moderbolags från dotterbolag mottagna utdelningar — eller också i praktiken gör detta, t. ex. därför att det mottagande bolaget åt-njuter privilegierad status (domicilbolag), eller därför att särskilt gynnsamma

<sup>1</sup> Egendomligt nog har den österrikiska lagstiftningen av 1966 försummat detta. Även permanentningen av den svenska Annell-förordningen 1967 har ägt rum, utan att något vattentätt system tillskapats i detta hänseende.

skattevillkor i övrigt beretts den fysiska eller juridiska person, som är ägare till respektive svenska aktier.

Erfarenheten visar, att det inte är möjligt att gå särskilt långt med en differentiering av bolagsskattesatsen utan att samtidigt justera de internationella dubbelbeskattningsavtalen för att säkra en någorlunda likformig beskattning av å ena sidan de bolag, vilkas vinster inte delas ut eller delas ut till aktieägare, vilka betalar skatt på dem innan de återinvesteras i form av tillskott till bolaget, å andra sidan de bolag, vilkas vinster delas ut till aktieägare i sådana länder, där vinsterna efter ingen eller obetydlig beskattning är tillgängliga för nyinvestering i det utdelande bolaget. Det kan nämligen vara alltför frestande att låta t. ex. ett holländskt domicilbolag ta emot en med skattesatsen *u* belastad vinst för att lämna den tillbaka praktiskt taget ograverad i form av aktieägar-tillskott i stället för att låta den stå kvar i bolaget belastad med den sammanlagd högre skattesatsen *b*. Om man räknar med att skattelagstiftaren skulle ta hänsyn härtill skulle den nu berörda placerargruppen komma i ett annat läge än vid en reform begränsad till justeringar av *u*, *b* och *i*.

När Annell-förordningen infördes 1960, kunde man egendomligt nog konstatera, att bevillningsutskottet tog detta problem mycket trankilt. Man avstod från att i 7 § göra något undantag för utdelning på aktier innehavda av utländska bolag. En anledning kan möjligen ha varit, att ett utländskt moderbolag, som vill finansiera ett svenskt dotterbolag utan att besväräs av svenska skatter, i stor utsträckning kan bli hjälpt redan genom att i huvudsak använda kreditfinansiering i stället för att tillskjuta aktiekapital.

I 1967 års förordning om permanentning av Annell-förordningen (SFS 1967:94) likställs däremot utdelning till ett från svensk kupongskatt befriat utländskt bolag i princip med utdelning till ett från kedjebeskattning befriat svenskt bolag, varför ett svenskt bolag som till 50 % eller mer befinner sig i ett utländskt bolags hand fortsättningsvis avses inte längre kunna utnyttja rätten till avdrag för utdelning.<sup>1</sup> Det torde därmed stå klart, att man vid eventuellt längre gående åtgärder i riktning av en differentierad bolagsskatt knappast kommer att öppna några möjligheter för utländska moderbolags svenska dotterbolag att utnyttja reglerna på det sätt som antytts — vare sig man nu kommer att lägga spärren i form av vägrat avdrag för det utdelande bolaget eller i form av något slags »Nachsteuer» på det bolag, som tar emot utdelningen.

Det är alltså inte i så många fall det villkor kan tänkas uppfyllt, vilket ställs för att placerarna i utgångsläget skall vara indifferenta både i avseende på utdelningspolitiken och i avseende på lönsamheten av en placering i nya aktiebolag. En ytterligare genomgång av de olika skatteprogrammen 1–5 är i detta sammanhang inte behövlig, eftersom de enkla ändringarna i programmen 1–3 samtliga är ägnade att förskjuta preferenserna till utdelningens favör. Programmen 4 och 5 sammanfaller i detta fall med 1 och 2 eftersom de här berörda placerarnas egen skatt i realiteten kan antas bli opåverkad av de

---

<sup>1</sup> Det är en skönhetsfläck i 7 § att redan 5 % kupongskatt ändrar förutsättningarna.

generella inkomstskatteändringar dessa fall avser. Vi kan här nöja oss med att hänvisa till följande marginalfall.

#### *Marginalfall IV. $K = V > W$*

Detta marginalfall karakteriseras av att  $K = V$ , dvs. placerarna är indifferentia i avseende på placering i utdelande bolag. Från formel (5), s. 113, följer att  $r = (1 - u)p$ . I valet mellan utdelning och ackumulation är  $V > W$ , dvs. utdelning föredras och från formel (6) i kapitel 5 gäller att

$$(1 - b)p < (1 - i)r \quad \text{eller} \quad \frac{(1 - b)}{(1 - i)}p < r.$$

Detta marginalfall har naturligtvis mest teoretiskt intresse, eftersom utgångspunkten,  $K = V > W$ , är så orealistisk. Från villkoret  $r = (1 - u)p$  erhålls nämligen olikheten  $(1 - b) < (1 - u)(1 - i)$ . Detta villkor är uppfyllt endast när skatten på utdelad vinst redan är lägre än skatten på ackumulerad vinst, och skillnaden dem emellan mer än utjämnar den personliga inkomstskatten. Praktiskt intressant är marginalfallet emellertid då en *differentierad bolagsbeskattning kombineras med skattefrihet* eller skatteprivilegier för mottagarna av aktiebolags utdelning. Ovan s. 133 har berörts skälen varför man vid införandet av en differentierad bolagsbeskattning måste införa någon form av spärr mot utnyttjandet av reglerna för skattebillig vinstackumulation genom utdelning till i utlandet domicilierade, helt eller delvis skattefria subjekt. Därför avstår vi här från en vidare analys av marginalfallet.

#### *Marginalfall VI. $K = W > V$*

Om det i föregående avsnitt behandlade marginalfallet endast hade teoretiskt intresse, så är det marginalfall, som här till slut skall behandlas, så mycket mera praktiskt. I detta fall antas  $(1 - u)p < r$ . I den vanliga debatten kring bolagsvinsternas dubbelbeskattning görs det ofta gällande att förräntningskravet för bolagsinvestering är  $(1 - u)p \geq r$ , och att detta vid nuvarande läge för  $u$  är orealistiskt högt. Detta kan tyda på att vår angivna förutsättning ofta är realistisk. Man får också räkna med som en tämligen normal företeelse och åtminstone en självfallen betingelse för lönsamheten av nya bolagsbildningar, att  $K \leq W$ . Det är en senare fråga, på vilket sätt detta villkor kan tänkas vara uppfyllt. Understundom kan förklaringen vara de reservbildningsmöjligheter inom bolag, som gör att reellt sett  $b < u$ , också när dessa skattesatser officiellt är lika höga. Härtill skall återkommas i kapitel 8. Ofta nog kan det också vara frågan om att under en expansionsperiod utnyttja de i förhållande till de ursprungliga aktieägarnas marginals katt gynnsamma skatteförhållandena vid vinstnedplöjning, för att i ett senare stadium låta en övergång till liberalare utdelningar åtföljas av en äganderättsövergång från en grupp aktieägare med preferens för ackumulation till en annan grupp med större intresse av utdelning.

Hur påverkas utdelningspolitiken i detta läge av de olika skatteprogrammen? Utgångsläget är, som framgår av det förut sagda, att

$$(1-i)r = (1-i)(1-u)p \left[ \frac{1+(1-b)p}{1+(1-i)r} \right]^n, \text{ att } (1-i)r < (1-b)p,$$

och att således  $(1-i)r > (1-i)(1-u)p$ . Om nu ingen annan förändring företas än att  $u$  sänks (program 1), beror inverkan härav på utdelningspolitiken av den förändring av  $r$ , alternativt  $p$ , som impliceras härigenom. Tänker man sig nämligen att  $r$  och  $p$  förblir oförändrade, kan reformen inte få någon inverkan på utdelningspolitiken, eftersom relationen  $(1-i)r < (1-b)p$  i så fall inte påverkas. Denna tanke måste vara orealistisk, så snart  $n$  har ett ändligt värde. Om man däremot räknar med ett värde på  $n$  som närmar sig oändligheten, närmar sig, som vi förut konstaterat (s. 115)  $(1-i)r$  gränsvärdet  $(1-b)p$ . I så fall ändrar sänkningen av  $u$  ingenting i bilden förrän den gått så långt att  $(1-i)(1-u) > (1-b)$ . Först i det läget kan man räkna med att preferenserna går över till utdelning.

Nu kan det emellertid synas mera naturligt att räkna med ett ändligt värde på  $n$ . Ett sådant antagande är emellertid inte förenligt med antagandet av ett oförändrat förräntningsanspråk  $r$  och en enhetlig avkastningsfaktor  $p$ . Så länge dessa står oförändrade, måste ju skälen att avstå från utdelning vara desamma som från början. Men går  $r$  upp eller går  $p$  ner, kan detta föranleda en omlagd utdelningspolitik. Frågan är om denna tidpunkt kan infalla tidigare på grund av en skatteförändring av det slag vi här diskuterar.

Svaret är i princip naturligtvis jakande. Men förutsättningen är här som tidigare, att  $(1-u)(1-i) > (1-b)$ . Ty jämförelsenormen, när man inom ett bolag beslutar om den fortsatta utdelningspolitiken, måste enligt modellens förutsättningar vara avkastningen vid annan placering med motsvarande räntabilitet. Läget blir ett annat, om det bara är för det egna bolaget, som räntabiliteten av fortsatt nettoinvestering beräknas sjunka, medan placeringsmöjligheterna på marknaden i övrigt är lika goda som förut. I så fall är det uppenbart, att ju lägre  $u$  är desto mindre sänkning behövs av avkastningen  $p$  i förhållande till samma avkastning i det utdelande bolag, som utgör placeringsalternativet, för att föranleda övergång till en liberalare utdelningspolitik.

När det här tagits in bland förutsättningarna, att i princip samma investeringsmöjligheter skall stå öppna för både gamla och nya bolag, avviker vår modell från ett i diskussionen framfört antagande, som ligger till grund för vissa förslag om differentierad bolagsskatt, nämligen att det finns en benägenhet i vissa bolag att hellre göra dåliga egna investeringar än släppa ifrån sig medlen för räntablare användning på annat håll. Det är naturligtvis inte så lätt att yttra sig om verklighetsbakgrunden till detta slags föreställningar. Utan tvivel finns det såtillvida en viss stelhet i systemet, som det naturligtvis inte är möjligt för alla företag att själva fritt välja mellan alla investeringsprojekt och därigenom alltid åstadkomma ett perfekt urval av de lönsammaste investeringar samhällsekonomin tillåter. Å andra sidan måste det finnas ett

visst tryck uppåt på företagens kalkylränta för egna realinvesteringar, så länge det är möjligt att i stället för dessa göra finansiella investeringar med en avkastning ungefärligen motsvarande nettoräntabiliteten efter bolagsskatt av de bästa investeringar något annat bolag med otillräckliga självfinansieringsmöjligheter kan göra.

Hur stora hämningarna är gentemot sådan extern investering avhänger både av psykologiska och institutionella faktorer. Den psykologiska faktorn skulle vara det i och för sig lovvärda intresset hos företagsledarna för att själva få skapa något i stället för att bedriva passiva investeringar. En institutionell faktor kan vara kedjebeskattningen. Denna kommer att snedvrider jämförelsen mellan räntabiliteten av en investering inom det egna bolaget och en sådan investering inom ett annat bolag, som inte kan finansieras utan att man får vidkännas en dubbelbeskattning av investeringens avkastning.

Resultatet av en sådan spärr mot bolags investeringar i andra bolag kan bli, att när avkastningen inom ett bolag på dess nettoinvesteringar går ner från  $p_1$  till  $p_2$ , lönsamheten av fortsatt ackumulation skall bedömas, inte med hjälp av ett marknadsmässigt lägsta förräntningsanspråk  $(1-i)r = (1-i)(1-u)p_2$  utan i stället med ett högre värde på  $r$ , härlett ur de investeringar, som är möjliga att göra i ett nytt bolag, men som inte utan en skattetröskel står öppna för ett gammalt, alltså t. ex.  $(1-i)r = (1-i)(1-u)p_1$ . Slutsatsen är den tämligen självfallna, att en lättning i beskattningen av utdelad vinst bör kunna påverka utdelningspolitiken i högre grad, ju sämre rörlighet kapitalet har inom bolagssektorn.<sup>1</sup>

Skatteprogram 2, alltså en höjning av  $b$ , skulle i princip ge ett likartat resultat, så länge man förutsätter, att placerarnas förräntningsanspråk  $r$  dikteras av möjligheterna till placering i aktier. Ty i sådant fall skulle det för en omläggning av utdelningspolitiken krävas, att höjningen av  $b$  ginge så långt att  $(1-b) \leq (1-i)(1-u)$ , alltså samma villkor som vi förut nämnt.

På samma sätt som tidigare berörts skulle detta villkor snabbare uppfyllas vid en sänkning av  $p$ , om denna kunde ses som en isolerad företeelse, berörande ett visst bolag, än om avkastningen på bolags nettoinvesteringar i princip förbleve enhetlig. Kedjebeskattning skulle alltså göra utdelningspolitiken känsligare även för en höjning av  $b$ .

En skillnad mot verkningarna av en sänkning av  $u$  kan emellertid ses däri, att för de ackumulerande bolagens aktieägare förräntningen omedelbart påverkas av reformen. Om förräntningskravet därför härleds ur andra placeringsmöjligheter än dem i utdelande bolag, kan reformen göra placering i ackumulerande bolags aktier olönsam och utdelningspolitiken därför komma att läggas om även i ett läge, där placering i utdelande bolags aktier likaledes framstår som otillräckligt lönsam.

Om en sänkning av  $u$  kombineras med en höjning av  $i$  (program 4), kan omedelbara effekten snarare vara en stimulans till ackumulation än motsatsen,

<sup>1</sup> Jfr appendix 1.

eftersom höjningen av  $i$  gör  $(1-b)p/(1-i)r$  större. Å andra sidan kan det inte uteslutas, att sänkningen av  $u$  kan höja förräntningen av placering i utdelande bolags aktier tillräckligt kraftigt för att även vid höjt  $i$

$$(1-u)p > \frac{1-b}{1-i} p.$$

Till den ändan krävs emellertid en större sänkning av  $u$  än som hade erfordrats vid oförändrat  $i$ . Normalt kan vi räkna med att  $u$  måste sänkas mer än  $i$  höjs, för att ackumulationspolitiken under givna förutsättningar skall överges. Skulle någon reform av detta slag praktiskt övervägas, är det redan av andra skäl, t. ex. de statsfinansiella, också sannolikt att sänkningen av  $u$  blir mycket större än den kompensande höjning av  $i$ , som anses behövlig.

Om man i stället höjer  $b$  och sänker  $i$ , måste verkningarna bli betydligt kraftigare och entydigt gå i riktningen av att göra utdelningar relativt lönsammare än förut. Särskilt gäller detta, som antytts, när alternativa förräntningsanspråket är ett annat och högre än det som sätts genom  $r = (1-u)p$ , alltså förräntningen på aktier i utdelande bolag. Men även om så inte är förhållandet, nås jämviktsläget  $(1-u)(1-i) = (1-b)$  snabbare, om inte bara  $b$  höjs utan samtidigt även  $i$  sänks.

En mera generell utformning av bevisföringen i detta avsnitt återfinns i appendix 1.

## ALTERNATIVA SKATTEREFORMERS INVERKAN PÅ LÖNSAMHETEN AV AKTIEINVESTERING

Fortfarande med bibehållande av förutsättningen av enhetligt bruttoförräntningsanspråk för alla placerare och därmed också förutsättningen att avyttring kan ske endast till likasinnade, skall vi behandla frågan hur lönsamheten av aktieinvestering mätt som relation mellan  $V$  respektive  $W$  och  $K$  kan påverkas av de olika skatteprogrammen. Tidigare har studerats en reforms inverkan på utdelningspolitiken i de olika marginalfall, som angivits i början. När man vill klargöra dess inverkan på lönsamheten av aktieinvestering måste man ta in i betraktandet resultatet av denna undersökning, eftersom möjligheterna att gå över till en annan utdelningspolitik i vissa fall kan göra verkningarna av en reform mera gynnsamma eller mindre ogynnsamma än de skulle varit vid oförändrad utdelningspolitik.

I vad vi ovan kallat *marginalfall III* bör verkningarna av program 1 innebärande enbart nedsättning av  $u$  i första hand innebära, att vid oförändrat förräntningsanspråk  $r$  enligt formel (5) i kapitel 5 värdet  $V$  stiger. Eftersom vi i utgångsläget har  $V = W < K$ , kan sänkningen av  $u$  till en början inte betyda att de nya skattevillkoren för ny placering i aktier gör sådan lönsam. Om sänkningen emellertid går tillräckligt långt för att  $V$  skall bli lika med  $K$  innebär detta att fortsatt sänkning av  $u$  gör placering i nya bolag lönande om förräntningsanspråket är oförändrat. Alternativt höjs förräntningsanspråket.

Sänkningen av  $u$  är i mindre grad ägnad att öka lönsamheten av placering i ackumulerande bolag. För det fall ackumulation framstår som lönsam under i princip obegränsad tid framåt, saknar  $u$  betydelse för dess lönsamhet. Planeras ackumulation under viss tid och därefter utdelning, får  $u$  större tyngd i kalkylen, ju kortare den förutsedda ackumulationstiden är. I samma grad ansluter skatteprogrammets inverkan på kalkylerna till vad som gäller för placering i utdelande bolag. Härtill skall strax återkommas under marginal fall VI.

En höjning av  $b$  (program 3) är på motsvarande sätt ägnad att försämra kalkylen för placering i ackumulerande bolag och därmed försvaga motivet för ackumulation enligt formel (6) i kapitel 5, medan den däremot inte förbättrar kalkylen för utdelande bolag, om den inte som i program 2 kombineras med en sänkning av  $u$ .

Förbinds en sänkning av  $u$  med en höjning av  $i$ , spelar den senare höjningen inte någon roll för effekten på kalkylen för  $V$ , vilken således entydigt förbättras. Placering i ackumulerande bolag kommer likaså att framstå som lönsammare än förut. Som tidigare antytts, är det visserligen inte säkert, att kalkylräntefoten  $(1-i)r$ , verkligen sjunker vid en inkomstskattehöjning eftersom  $r$  samtidigt kan förmodas stiga. Väl så gärna skulle man i stället kunna tänka sig att reaktionen bleve den motsatta. Men så länge man befinner sig i ett läge, där det är alternativa placeringars förräntning brutto före skatt, som bestämmer  $r$ , och så länge avkastningen på dessa alternativa placeringar är beskattad, kan man räkna med att en höjning av  $i$  innebär en nedsättning av nettoförräntningsanspråket och därmed en bättre kalkyl för placering i sådana bolag, som ackumulerar sin vinst. Liksom när det gällde kalkylen för  $V$  betyder detta att aktieplacering, när reformen gått tillräckligt långt, med andra ord  $i$  stigit tillräckligt mycket, kan bli lönsam, och att därigenom  $(1-i)r$  inte kommer att sjunka i proportion till sänkningen av  $(1-i)$ .

Ingenting hindrar således att reformen innebär en så stark sänkning av  $u$ , att aktieplacering blir lönsam, vilken utdelningspolitik som än bedrivs. Men under de givna förutsättningarna — nämligen att höjningen av  $i$  inte samtidigt medför en kompensande höjning av  $r$  (som går utöver en eventuellt samtidig höjning av  $p$ ) — kan, som tidigare visats, entydiga svar ges på frågan vilken utdelningspolitik som väljs och därmed också vilken av de båda i och för sig lönsamma placeringarna, som framstår som lönsammast.

På motsvarande sätt gäller att program 5 — höjning av  $b$  och sänkning av  $i$  — inte skulle förbättra lönsamheten av placering i utdelande bolag, men däremot försämra den för placering i ackumulerande bolag.

Beträffande *marginalfall II* synes någon utförlig motivering inte behövlig för den evidenta slutsatsen, att programmen 1 och 2 skulle förbättra kalkylerna för placering i utdelande bolag, medan de skulle lämnas opåverkade i program 3, där i gengäld på samma sätt som i program 2 kalkylen skulle försämrats för placering i ackumulerande bolag. Programmen 4 och 5 blir som nämnts inaktuella, eftersom en ändring av  $i$  inte kan beröra de placerare, för vilka villkoret  $V = W = K$  är uppfyllt.

*Marginalfall IV* finns det inte någon anledning att ytterligare behandla i detta sammanhang, därtill är det för opraktiskt.

Däremot erbjuder, som nämnts, *marginalfall VI* särskilt stort praktiskt intresse, eftersom det illustrerar det läge, som normalt torde vara förutsättningen för flertalet nya aktieinvesteringars lönsamhet. I avsnittet om utdelningspolitiken (s. 134–137) har redan berörts de speciella besvärligheter, som möter en analys av detta läge. Särskilt är det frågan om värdet  $n$ , som komplicerar bilden.

Söker man fastställa värdet av en investering i ett nytt bolag, som i princip planerar att ackumulera sina vinster i oändlighet, är visserligen svaret lätt funnet: varje ändring av  $u$  är irrelevant för investeringens lönsamhet, vilken däremot går ner vid en höjning av  $b$  och — vid oförändrat bruttoförräntningsanspråk  $r$  — går upp vid en höjning av  $i$ .

I samma mån som man räknar med att ackumulationstiden är begränsad och att det efter dess utgång blir frågan om att i stället dela ut bolagets vinst, blir sänkningen av  $u$  betydelsefull för värderingen.

Vi sätter

$$W = \frac{(1-u)p_1}{r} \left[ \frac{1+(1-b)p_1}{1+(1-i)r} \right]^n K.$$

Därvid räknar vi med att ackumulationspolitiken upphör när avkastningen på nya nedplöjda vinster sjunker från  $p_1$  till  $p_2$ , och alltså  $(1-b)p_2 < (1-i)r$  dvs.  $V > W$ . Vi önskar alltså bestämma den ackumulationsgräns,  $n_{max}$  bortom vilken förändringen i  $u$  påverkar  $W$  i mindre utsträckning än förändringen i  $b$ . Vi beräknar därför

$$\frac{dW}{d(1-u)} = \frac{p_1}{r} \left[ \frac{1+(1-b)p_1}{1+(1-i)r} \right]^n, \quad \text{och} \quad \frac{dW}{d(1-b)} = \frac{(1-u)p_1^2 n (1+(1-b)p_1)^{n-1}}{r(1+(1-i)r)^n}.$$

Det sökta  $n$  erhålles när likheten

$$\frac{dW}{d(1-u)} = \frac{dW}{d(1-b)},$$

uppfylles, dvs. när

$$\frac{1}{p_1} + (1-b) = n(1-u).$$

Det torde vara intuitivt klart att förändringar i skatten på den outdelade vinsten betyder mer, ju längre ackumulationsperiod man förutser, och ju högre avkastningen på nedplöjda vinster är under denna period. Däremot påverkas förhållandet inte av vilken avkastning man påräknar under tiden efter ackumulationsperiodens slut, eftersom någon nyinvestering inte förutses för denna tid.

Räknar man fram hur lång ackumulationstiden högst får vara för att en sänkning av  $u$  skall betyda mer för räntabiliteten än en motsvarande sänkning av  $b$ , finner man för  $u=b=50\%$ , att denna tid är följande.

| $P_1$<br>% | Akkumulations-<br>tid, år |
|------------|---------------------------|
| 5          | 41                        |
| 10         | 21                        |
| 15         | 14 $\frac{1}{3}$          |
| 20         | 11                        |
| 25         | 9                         |
| 30         | 7 $\frac{2}{3}$           |
| 35         | 6 $\frac{10}{14}$         |
| 40         | 6                         |
| 45         | 5 $\frac{4}{9}$           |
| 50         | 5                         |

Med andra ord betyder detta, att om den tid, under vilken ackumulation beräknas vara lönsam, överstiger de angivna värdena, betyder en sänkning av  $b$  mer för räntabiliteten än motsvarande sänkning av  $u$ .

Det sagda tjänar till ledning för en bedömning av lönsamhetsförändringen för aktieinvesteringar som följd av en samtidig sänkning av  $u$  och höjning av  $b$  — ju kortare ackumulationstid man räknar med, och ju lägre avkastningen är på nya investeringar under denna tid, desto större är utsikten att en sådan kombination av lika stora förändringar i motsatt riktning av skattesatserna för utdelad respektive outdelad vinst kommer att leda till en ökning av lönsamheten av investeringar i ackumulerande bolag. Räknar man med hög avkastning under en förhållandevis lång period, är det å andra sidan sänkningen av  $b$ , som blir mest betydelsefull, och en kombination av skatteåtgärder av nämnt slag leder till försämrad räntabilitet för placering i ackumulerande bolag.

Höjs enbart  $b$ , blir räntabiliteten av en investering i ett ackumulerande bolag självfallet försämrad i jämförelse med utgångsläget.

Sänker man  $u$  i kombination med en höjning av  $i$  leder detta program till en förbättrad räntabilitet för placering i ackumulerande bolag, eftersom sänkningen av  $u$  får en dylik effekt så snart  $n$  inte är oändligt stort. Höjningen av  $i$  innebär visserligen om  $r$  är oförändrat, att den tid, under vilken ackumulation kan vara en lönsammare politik än utdelning, förlängs och kan därigenom i någon mån reducera den lönsamhetsförbättrande effekt, som sänkningen av  $u$  skulle ha medfört. Under samma förutsättning av oförändrat  $r$  verkar samma höjning av  $i$  emellertid också positivt på lönsamheten i så måtto att kalkylräntan  $(1-i)r$  sjunker och  $W$  därigenom stiger.

Höjs  $b$  och sänks  $i$  innebär detta under samma förutsättning av oförändrat bruttoförräntningsanspråk  $r$  en försämrad lönsamhet, och detta mera ju längre den med de ursprungligen gällande skattesatserna lönsamma tiden för ackumulation är.

## FÖRYTTERLIGA AKTIER

Uppges förutsättningen att alla placerare har samma bruttoförräntningsanspråk vid aktieplacering, blir bilden genast mera komplicerad. Som antytts (kapitel 5, s. 117) kommer denna modifikation bl. a. att innebära att en aktieplacerare, som för egen del, om han behåller aktierna, prefererar en viss utdelningspolitik, kan föranledas att skaffa dem ett bättre värde på marknaden genom att låta bolaget gå över till en annan utdelningspolitik, som bättre motsvarar vad marknaden efterfrågar. Den subjektiva värdering han ger aktierna kan efter en sådan omläggning kanske vara lägre än förut, samtidigt som möjligheterna att sälja aktierna har blivit gynnsammare än tidigare. Ju närmare till hands en försäljning tycks honom ligga, desto betydelsefullare blir anpassningen till marknadens preferenser i förhållande till det i och för sig självklara intresset att låta utdelningspolitiken följa placerarens egna önskemål. Å andra sidan kan det naturligtvis, om en försäljning inte övervägs, vara av ett visst intresse, speciellt från förmögenhetsskattesynpunkt, att genom en individuell anpassad, marknadsmässigt mindre gångbar utdelningspolitik hålla kurserna nere på de aktier man ändå inte vill göra sig av med.

En sådan diskrepans mellan *marknadsvärdering* och *subjektiv värdering* kan gå i olika riktningar. Den situation, som här kanske närmast är av intresse, uppkommer när en skattskyldig för egen del anser med sina intressen förenligt att underlåta utdelning, så länge han äger aktierna, men räknar med att aktierna skulle värderas högre av presumtiva köpare för den händelse utdelningspolitiken bleve mera liberal. Men man kan också tänka sig den motsatta situationen, nämligen i det fall, då en aktieägare för egen del har ett mycket högt förräntningskrav — t. ex. därför att han behöver pengar för konsumtion och anser sig förhindrad att låna eller avyttra andra tillgångar — men vederbörande bolags investeringsmöjligheter är så goda, att dess aktier är av större intresse för spekulanter i tillväxtbolag än för sådana, som likt ägaren själv skulle föredra utdelning. I sistnämnda fall skulle man kunna tänka sig att aktieägaren hellre än genom ökade utdelningar skulle förse sig med nödvändig likviditet genom avyttring av aktier på marknaden under bibehållande av den tidigare utdelningspolitiken.

Vill man systematiskt sammanfatta dessa situationer kan man säga att utdelningspolitiken i princip bör väljas så att det högsta av de för en marknadsvärdering aktuella värdena, alltså  $V_m$  respektive  $W_m$  (se formel 9a-b, 10a-b i kapitel 5) kommer att kunna tas ut vid en ifrågakommande avyttring av hela eller en del av portföljen. För den händelse något av värdena  $V_s$  eller  $W_s$  ligger högre, kommer av naturliga skäl ingen försäljning till stånd. I så fall kan man räkna, med att i första hand den utdelningspolitik bör följas, som leder till det högre av dessa båda värden.

Även om någon försäljning inte avses äga rum för ögonblicket kan man emellertid föreställa sig att omtanke om marknaden för ett värdepapper vid en tilltänkt framtida försäljning kan föranleda aktieägarna att föra en annan utdelningspolitik än den de skulle fört, om någon avyttring överhuvudtaget

inte funnes i blickfältet. Särskilt gäller detta, om en försäljning inte kan tänkas ske till en enda eller ett fåtal köpare. En sådan köpare respektive grupp av köpare skulle ju kunna vara i stånd att värdera aktierna med hänsyn till den utdelningspolitik det skulle ligga i hans intresse att föra. Frågan är då i stället om eventuell börsintroduktion eller avyttring i annan form till en grupp av placerare, som inte själva kan räkna med att utöva något avgörande inflytande på utdelningspolitiken.

Förväntningarna om det framtida försäljningsvärdets utveckling kan vara bestämmande för den tidpunkt, vid vilken det kan vara rationellt för en placerare att frigöra sig från sitt engagemang. Det är inte nog att konstatera att det högsta av de subjektiva värdena  $V_s$  eller  $W_s$  ligger lägre än det högsta av marknadsvärdena  $V_m$  eller  $W_m$ . Om aktiernas värde i tidpunkten  $t$  vid en subjektiv bedömning under förutsättning av optimal utdelningspolitik sätts till  $V_{st}$  och deras värde vid försäljning — motsvarande värderingen hos en placerare som kan men inte måste ha andra preferenser i avseende på utdelningspolitiken — till  $V_{mt}$  är det lönsamt för placeraren i fråga att sälja aktierna endast om (när utdelningen sätts till  $d$ )

$$\frac{V_{mt+n}}{(1 + (1-i)r)^n} + \frac{d[(1 + (1-i)r)^n - 1]}{r(1 + (1-i)r)^n} \leq V_{mt}$$

för alla överblickbara värden på  $n$  och  $d$ .<sup>1</sup>

I ord uttryckt innebär detta, att summan av nuvärdet av nettoutdelningarna fram till tidpunkten  $t+n$  och nuvärdet i tidpunkten  $t$  av den likvid som kan erhållas för aktien vid avyttring i tidpunkten  $t+n$  är lika med eller mindre än vad som erhålls för aktien vid avyttring vid tidpunkten  $t$ .

En kalkyl av detta slag måste göras med hänsyn till på vilket sätt  $V_{mt+n}$  påverkas av den utdelningspolitik, som förs under tiden fram till tidpunkten  $t+n$ . Ett rationellt utnyttjande av en irrationalitet hos aktiemarknaden kan det vara om man t. ex. räknar med att en från kurssynpunkt väsentlig placerargrupp mäter ett aktiebolags vinstutsikter efter dess utdelning och med hänsyn därtill låter bolaget lämna höga utdelningar under en period före försäljning, även om det vid behållande av aktierna inte skulle ställa sig fördelaktigt att så göra.

<sup>1</sup> I den praktiska världen möter en sådan kalkyl (minst) två svårigheter. För det första är prognoser om kursutvecklingen behäftade med så stor osäkerhet, att man kan diskutera huruvida överblicken i något rimligt fall sträcker sig över så lång tid, att en kalkyl med diskonterade värden av detta slag alls ter sig meningsfull. Hur stor osäkerheten kan vara illustreras sorglustigt av Möller [1962] s. 136 ff.

För det andra måste, som närmare berörs i ett annat sammanhang, aktievinstbeskattningen influera en kalkyl av detta slag, dels därigenom att skatt på eventuell realisationsvinst kan förskjuta förhållandet mellan  $V_{mt}$  och  $V_{mt+n}$  i för det senare värdet gynnsam riktning, räknat netto efter skatt från placerarens synpunkt (vid realisationsförlust tvärtom, om det finns en realisationsvinst att dra av den från), dels också därigenom, att förräntningsanspråket  $(1-i)r$  genom möjligheten att göra skattefria eller skattebilliga kapitalvinster kan vara mindre enhetligt än vad som framgår av den använda modellen.

Intresset att som en beredskapsåtgärd hålla marknadsvärdet uppe även där en försäljning inte ligger inom planeringsfältet kan vara en annan förklaring till en kursvårdande utdelningspolitik. Om vid en given utdelningspolitik  $V_{st}$  ligger väsentligt över  $V_{mt}$  kan det för den aktieägare, som inte vet när han kanske blir tvungen att sälja sina aktier vara värt att genom en annan utdelningspolitik säkra en mera förmånlig marknadsbedömning vid eventuell avyttring till priset av en måttlig nedgång i  $V_{st}$ . I denna mening kan det vara ett rationellt beteende att intressera sig för kursutvecklingen även för papper som man inte har planer på att göra sig av med, och detta i högre grad ju större riskerna är att råka in i ett pressat likviditetssläge. Motsvarande gäller, fastän i mindre grad, intresset att hålla belåningskurserna uppe för att förbättra likviditeten hos aktieplaceringen. Å andra sidan är, som redan antytts, förmögenhetsskatten en motverkande faktor — det kan vara klokt av en placerare att i ett läge, där avyttring eller belåning inte planeras inom överskådlig tid, föra en sådan utdelningspolitik, att  $V_{mt}$  blir så lågt som möjligt. Är förmögenhetsskatten tillräckligt stor, kan det i detta syfte kanske t. o. m. vara rationellt att också avstå från att maximera  $V_{st}$ .

Utdelningspolitiken kan på detta sätt antas bestämd av ett samspel mellan å ena sidan de aktuella aktieägarnas egna relativa värderingar av olika typer av utdelningspolitik, å andra sidan deras olika starka motiv att ta hänsyn till marknadens preferenser i fråga om samma utdelningspolitik. Det blir inte någon enkel uppgift att i detta läge söka göra sig en bild av hur reaktionen kan tänkas bli på en skattereform, som ändrar förutsättningarna för utdelningspolitiken.

Medan vi tidigare hade att röra oss med ett begränsat antal »marginalfall», vilkas karaktär härleddes ur enligt förutsättningarna enhetliga preferenser i fråga om utdelningspolitiken för alla deras del, som alls kunde komma i fråga som ägare till samma bolags aktier, måste antalet marginalfall nu utökas på ett sådant sätt att modellen blir svår att manövrera.

## MARGINALFALLEN, NÄR AKTIER ÄR FÖRYTTERLIGA

### *Problemet*

De fyra marginalfall, som är av intresse har nämnts på s. 127. Dessa fall kan modifieras på ett mycket stort antal sätt genom att man i stället för  $V$  och  $W$  sätter in  $V_s$  och  $W_s$  och sedan varierar fallen med olika tänkbara alternativ för  $V_m$  och  $W_m$ . Om man därtill lägger att det inte nödvändigtvis är dagsvärdena av  $V_m$  och  $W_m$ , som kan påverka placerarnas handlande utan lika gärna deras framtidsförväntningar rörande utvecklingen av dessa värden, säger det sig självt att det vore omöjligt att för vart och ett av dessa alternativfall exercera igenom konsekvenserna av de olika reformalternativ som diskuterats i de tidigare avsnitten.

I stället får man nöja sig med en mera allmän överblick över de sätt, på

vilka dessa reaktioner kan utvecklas och vilka olika mönster, som kan känneteckna reaktionen i vissa typfall, valda med rimliga anspråk på realism.

### *Marginalfall II*

I detta marginalfall är det, som vi förut funnit (s. 130), skattefria placerare, som är av intresse och närmare bestämt två olika kategorier, nämligen å ena sidan skattefria fonder och stiftelser, å andra sidan aktiebolag m. fl. dubbelbeskattade juridiska personer, beträffande vilkas aktieinnehav stadgats frihet från kedjebeskattnings.

Av de skattefria fonderna befinner sig, enligt det tidigare sagda, allenast de fonder i en marginalsituation beträffande utdelningspolitiken, för vilka gäller, att  $r = (1 - u)p$ , dvs. vilka inte genom direkt investering kan uppnå högre förräntning på investerat kapital, än den som är uppnåelig efter skatt inom ett aktiebolag. Dessa placerare kan i princip vara likgiltiga för vilken utdelningspolitik, som förs, så länge  $(1 - u) = (1 - b)$ . I detta fall är för deras del  $W_s = V_s = K$ . Men differentieras skatten till den utdelade vinstens förmån blir läget ett annat.

Även om preferenserna på marknaden skulle tala för en differentiering mellan  $W_m$  och  $V_m$ , sådan att marknaden skulle preferera ackumulerande bolag, finns det inte något skäl att räkna med att marknadsvärderingen skulle överstiga en så hög, subjektiv värdering.<sup>1</sup>

Om däremot den skattefria fonden eller stiftelsen räknar med möjligheten att genom direkt investering uppnå samma avkastning som ett bolag, och om alltså  $r = p$ , eller i varje fall  $r > (1 - u)p$ , är som tidigare visats situationen i fråga om utdelningspolitiken inte längre marginell, eftersom fonden i ett sådant läge principiellt måste preferera största möjliga utdelning, om den alls placerar i aktiebolag. I ett sådant läge kan för stiftelsens del  $V_s > W_s$ , medan marknadsvärderingen kan tänkas ge uttryck för en motsatt preferens i fråga om utdelningspolitiken  $W_m > V_m$ . Stiftelsens subjektiva värdering behöver samtidigt inte längre nödvändigtvis ligga över marknadens, med andra ord  $W_m$  kan vara  $\geq V_s$ . Om en fond eller stiftelse i ett sådant läge räknar med att en övergång till direkt investering ter sig lönsammare, är det inte uteslutet att en anpassning till marknadens preferenser i fråga om utdelningspolitiken görs som en försäljningsfrämjande åtgärd. Avses däremot, vilket i flertalet fall torde vara förhållandet, en stadigvarande placering, faller dessa synpunkter utanför ramen av vad som bör beaktas vid fastläggandet av utdelningspolitiken. Men de kan naturligtvis komma in t. ex. om stiftelseförvaltningen har intresse av att tillgodose utanförstående aktieägares intressen.

Beträffande de aktiebolag som är rörelsedrivande och inte fåmansbolag, gäller, som framhållits i det tidigare sammanhanget (s. 132) att utdelnings-

<sup>1</sup> Man bör här som eljest observera, att de värderingar, som behandlas i texten, utgår från en enhetlig förräntning för aktiebolagsinvesteringar — skiljaktigheter i värderingen beroende på olikartade förväntningar om vinstutvecklingen för ett bolag liksom på olikheter i riskvärdering har alltså i detta sammanhang förutsatts redan utjämnade.

politiken i princip är likgiltig och ett innehaft aktiebolag kan värderas utan avdrag för latent utskiftningsskatteskuld, allt detta därför, att utdelning från dotterbolaget inte beskattas hos moderbolaget. Så länge sistnämnda förutsättning är uppfylld och om  $u=b$  är det av skatteskäl likgiltigt huruvida en investering görs i moderbolaget eller i ett dotterbolag och hur dotterbolagets utdelningspolitik utformas.

Men marknadsvärderingen av ett dotterbolags aktier kan få betydelse för ett bolag för den händelse det blir aktuellt att avyttra dem. Som Sandels [1962] påpekar (s. 58), är försäljningen till utomstående av aktierna ekonomiskt sett likartad med en nyemission av egna aktier, nämligen i den meningen, att båda transaktionerna innebär att det sammanlagda kapitalet inom bolagssektorn ökar i samma mån som aktierna förvärvas av andra placerare än aktiebolag (från aktievinstbeskattningen bortses här).

I verkligheten förekommer detta slags försäljningar inte sällan. Men åtminstone när det är frågan om helägda dotterbolag är kurssättningen vid försäljningar av detta slag inte på något sätt avhängig av den utdelningspolitik, som förts före avyttringen, utan på sin höjd av den, som i samband med försäljningen annonseras som den för framtiden åsyftade politiken.

Om  $u$  sänks i relation till  $b$  utan att en kompenserande tilläggsskatt tas ut hos utdelningsmottagande bolag, blir det självfallet inte någon affär för ett bolag att låta vinster stå kvar i ett dotterbolag, från vilket utdelning kan lyftas skattefritt — utdelningsmedlen kan ju då med fördel såsom kapitaltillskott återföras till dotterbolaget. Inte heller kan man räkna med att i ett sådant läge en avyttring av dotterbolagsaktierna på marknaden kan ställa sig förmånlig, om man bortser från möjligheten att sälja till köpare i samma skattesituation. Men som tidigare nämnts kan man inte räkna med att en permanent differentierad bolagsskatt skulle införas utan åtgärder sådana som en särskild kompenserande efterskatt på utdelningsmottagande bolag eller ett undantag från differentieringen för sådana bolagsvinsters del, som utdelas till enligt kedjebeskattningsreglerna skattefria mottagare.

Om man räknar med att aktiebolagen för dotterbolagsutdelningarnas del får vidkännas en sådan efterskatt, medan samtidigt marknadens värdering av aktier sker med utgångspunkt från att differensen mellan  $u$  och  $b$  kommer aktieägarna till godo, kommer det att bli likgiltigt för ett bolag, hur utdelningspolitiken förs i ett dotterbolag, så länge detta är helägt. Det kan då också vara skattemässigt irrelevant huruvida behövliga nya medel anskaffas genom avyttring av dotterbolagets aktier eller genom emission av nya, egna aktier. Har man nämligen att räkna med en marknadsvärdering enligt formel (9b) i kapitel 5,

$$V_m = \frac{(1-u)p}{r_m} K,$$

kan det för det säljande bolagets del, om man bortser från organisatoriska skäl och från maktsynpunkter, vara frågan om samma förräntningskrav som

skall tillgodoses, antingen det gäller att förränta genom nyemission invunna medel, eller det gäller att ersätta ett inkomstbortfall motsvarande dotterbolagets vinst. I båda fallen måste aktierna säljas så mycket under  $K$ , som motsvarar  $[(1-u)p]/r_m$ .

Ett helt annat läge uppkommer om någon efterskatt inte tas ut, oaktat  $u < b$ . I sådant fall motsvarar dotterbolagets tillgångar ett högre avkastningsvärde för moderbolaget än samma tillgångar i direktägd form. Avkastningen på dotterbolagets tillgångar får ett mervärde i förhållande till avkastningen på moderbolagets egna tillgångar motsvarande kvoten  $(1-u)/(1-b)$ , och det är uppenbarligen för moderbolagets del en bättre affär att för finansieringen av egna investeringar emittera nya egna aktier än att sälja ut dotterbolagsaktierna.

Annell-förordningen har fått den konsekvensen, att det ibland kan löna sig bättre för ett bolag att nyemittera egna aktier än sälja ifrån sig aktier i dotterbolag. De senare bör i förhållande till bakomliggande tillgångar värderas lägre på marknaden än de nyemitterade aktierna, eftersom det endast är för de nyemitterade aktierna som nyemissionslättnaderna kan tas i anspråk.

### *Marginalfall III. Allmänt*

I detta fall kommer verkan klart till synes av de ändrade förutsättningar för resonemanget, som aktiernas förytterlighet innebär. Så länge man kan räkna med att  $r$  är oförändrat och  $V_s$  såväl som  $W_s$  lägre än  $K$ , är med dessa förutsättningar utdelningspolitiken oberoende av ändringarna i  $u$  och helt avhängig av relationsförskjutningen mellan  $(1-i)r$  och  $(1-b)p$ . Men ett införande av aktiernas förytterlighet i bilden får till följd, att sammanhanget i väsentlig grad kompliceras.

Som ett ytterlighetsfall kan vi betrakta en marknadsvärdering, dikterad av placerare, för vilka i utgångsläget  $V_m = W_m = K$ . Det är detta läge som i princip kan tänkas inträffa när bolags aktieutdelningar är fria från skatt och när det finns ett placeringsbehov inom aktiebolagssektorn, som kommer bolagen att genom sin efterfrågan driva upp aktiekurserna. Men extremfallet torde inte inträffa i andra fall än dem av rena Lundin-transaktioner. Diskrepansen mellan kalkylsituationen för det efterfrågande bolaget, för vilket den latent utskiftningsskatteskulden bortfaller som belastande faktor, och motsvarande situation för en av den utdelade vinstens dubbelbeskattning drabbad säljare av aktier, måste i de fall, där intressegemenskap inte föreligger, normalt leda till en kursanpassning någonstans i ett mellanläge. Genom en kursställning under vad vi här i fortsättningen skall kalla *det standardiserade avkastningsvärdet* och definiera som den med faktorn  $p$  kapitaliserade bolagsvinsten före skatt, med andra ord motsvarande  $K$  i tidpunkten 0, kan ett placerande aktiebolag i detta läge självt få del av den förmån, som skattefriheten för utdelningar i sammanhanget utgör. Det vore naturligt, om kursanpassningen i detta hänseende stannade tämligen lågt nedanför detta standardiserade avkastningsvärde.

Anledningarna härtill är flera. En av dem är den numera permanentade kedjebeskattningen för utdelningar på placeringsaktier, definierade så, att det i brist på organisatoriskt samband mellan det ägande och det ägda bolagets rörelser krävs ett innehav motsvarande 25 % av rösträtten i det ägda bolaget. Därmed har kalkylen för aktieplacering väsentligt försämrats för sådana aktiebolag, som inte kan räkna med att få förvärva en 25 %-ig andel. Samtidigt har emellertid, till den verkan det hava kan, vissa bolag med inte fullt 25 %-igt innehav fått ett motiv att om också till högt pris söka komplettera sin portfölj så att skattefrihet uppnås. Vi kan emellertid se bort från dessa effekter i detta sammanhang och ändå finna skäl för en i regel lägre kursättning.

Ett sådant skäl kan vara att en bolagsledning som står i valet mellan en direkt placering i egen regi och en placering i en minoritetspost aktier i ett annat bolag, även om avkastningen (häri inräknad den på aktieinnehavet belöpande andelen av det senare bolagets outdelade vinst) skulle vara densamma på de båda investeringarna, ändå kan tänkas föredra den förra investeringen, eftersom endast den ger garantier för att bolagets intressen tillvaratas. Ett annat skäl kan vara att det inom bolagen finns investeringsprojekt, som oavsett räntabiliteten anses kräva prioritet framför portföljinvesteringar. Granskar man närmare denna typ av investeringar kan det dock tänkas att räntabiliteten närmare besett kan vara hög så som fallet t. ex. ofta är med konsekvensinvesteringar. (Lundberg [1961], s. 158ff. och Renck [1967].) Det kanske bara är för att investeringarna i fråga anses i och för sig nödvändiga, som man underlåter att kalkylmässigt konstatera detta förhållande.

Skulle man göra tankeexperimentet att alla bolag satte en gräns för sina egna investeringar vid räntabilitetskravet  $p$ , så att inga andra egna investeringar gjordes än de, som kunde tillgodose detta krav, vore situationen sannolikt den att vissa bolag inte hade tillräckligt stora egna investeringsprojekt med nämnda räntabilitet för att utnyttja hela sin likviditet, och att å andra sidan åtskilliga bolag lede sådan brist på likviditet att de måste sätta stopp för de självfinansierade investeringarna redan vid ett högre förräntningskrav.

Som Sandels påpekat, bör i en sådan situation en stadgad frihet från kedjebeskattnings leda till att de bolag, som har likviditet att avstå, hellre än att de sänker sitt förräntningskrav övertar aktier i de bolag, som har förstklassiga investeringsprojekt, till dess en utjämning inträtt i den meningen, att all ledig likviditet tagits i anspråk för investeringar med en avkastning över en viss gräns, så bestämd att med dessa investeringar den tillgängliga likviditeten fullt utnyttjas. En spärr mot investeringar i andra bolag i form av en kedjebeskattnings kan däremot medföra att förräntningskravet sätts lägre på investeringar i egen regi än på investeringar, som lägger kapitalet under andra bolags förvaltning.

Om i den beskrivna situationen de bolag, som har den bästa likviditeten i förhållande till sin tillgång på investeringsprojekt, börjar köpa aktier på marknaden, innebär detta i princip att kursnivån på sådana aktier drivs upp i förhållande till vad den skulle varit utan en sådan efterfrågan. I gengäld är det i

motsvarande mån lättare för de bolag, vilkas likviditetssituation inte motsvarar deras investeringsönskemål, att i en marknad med sålunda förbättrad efterfrågan på aktier kunna nyemittera för finansiering av sina investeringsprojekt. Vore det frågan om en idealiskt fungerande marknad skulle alltså sammanhanget bli ettdera av följande: antingen säljer de investerande bolagen aktier till allmänheten som i sin tur säljer aktier till de bolag, som inte har tillräckligt lönsamma investeringsprojekt, eller också säljer de investerande bolagen direkt nya aktier till de bolag, som har överskottslikviditet. I båda fallen skulle den reella innebörden av transaktionerna bli att kapitalet kanaliserades över till de mest räntabla investeringarna.

Skulle det nu visa sig att det funnes mera överlikviditet i bolagen med dåliga investeringsprojekt än likviditetsbrist i de bolag, som måste nyemittera, vore under samma marknadsförutsättningar den utvecklingen given, att mer aktier köptes från allmänheten än såldes till allmänheten, att därigenom kursnivån skulle drivas upp, och att på så sätt det kalkylräntekrav, som sätts av möjligheterna till nyemission av aktier, skulle kunna sänkas, till dess det på marknaden till förfogande stående kapitalet helt tagits i anspråk. På motsvarande sätt skulle en kurssänkning som följd av att mera aktier såldes till än köptes från allmänheten kunna leda till en förskjutning uppåt av förräntningskravet för bolagsinvesteringar. I ett sådant system skulle också det sammanlagda bolagskapitalet kunna variera genom att i vissa lägen nyemissionerna till allmänheten överstege nettointköpen av aktier från allmänheten och i andra lägen på motsatt sätt det sammanlagda bolagskapitalet sänktes genom ett överskott av bolags nettointköp av aktier över nyemissioner.

Den kursnivå, till vilken detta slags aktieköp skulle äga rum, borde i princip ge uttryck för bytesförhållandet mellan kapital utanför och innanför bolagssektorn. Om  $K$  är det kapital, som inom aktiebolagssektorn representerar en årlig avkastning (med standardisering av kravet på riskränta etc.) av  $pK$ , bör i princip vid frihet från kedjebeskattnings samma marknadsvärde tillkomma nyemitterade aktier i ett bolag, som emitterar för finansiering av en investering med avkastningen  $pK$ , som ett aktieköpande bolag är berett att ge för aktier i ett annat bolag, vilka motsvarar en årlig avkastning av samma storlek. Det sagda bör gälla så länge nyemissionerna och bolagens aktieköp balanserar varandra.

Om i ett sådant läge aktieaffärerna inte görs mellan bolag inbördes utan mellan nyemitterande bolag och allmänheten respektive mellan allmänheten och aktieköpande bolag, synes det problemet uppkomma, att de enskilda aktieköparna, om de måste räkna med dubbelbeskattnings, inte utan att sätta ned sin egen kalkylränta under  $(1-i)p$  kan värdera aktierna lika högt som de köpande aktiebolagen borde göra. I ett läge, där det totala bolagskapitalet inte förändras genom nettoförsäljning av aktier från allmänheten till bolagen kan man tänka sig att detta förhållande förklaras *antingen* av att alla aktier faktiskt värderas av allmänheten utan hänsyn tagen till dubbelbeskattnings andra led, *eller* av att de enskilda placerarnas förräntningsanspråk är så myc-

ket lägre än bolagens, att aktiekurserna hålls uppe på en nivå som motsvarar bolagens värdering, *eller också* av att aktiekurserna ligger lägre, utan att någon placeringsaktivitet från bolagshåll driver upp dem. Detta senare läge medför i sin tur, att vissa nyemitterande bolag, vilkas aktier övertas av enskilda placere- rare, får högre kapitalkostnader än som kan förräntas med avkastningen  $p$  på investerat kapital (och alltså endast kan emittera för finansiering av investeringar med högre avkastning än  $p$ ). Samtidigt gör vissa andra bolag en vinst genom att de till lägre kurs än vad som motsvarar det standardiserade avkastningsvärdet efter kapitaliseringsfaktorn  $1/p$  kan överta aktier från allmänheten. På grund av begränsade resurser eller bristande lust till sådana investeringar avstår de likväl från att bjuda upp kurserna till en högre nivå. Om det totala bolagskapitalet sänks genom att summan av bolagens aktieköp överstiger nyemissionernas belopp, bör detta bidra till att höja kurserna i förhållande till det nu angivna läget — vilket i sin tur får till följd att nyemissioner underlättas. Om det totala bolagskapitalet ökar därför att förhållandet är det motsatta, bör detta sänka kurserna.

Det sagda får självfallet inte samma giltighet när kedjebeskattning, såsom nu är fallet, i viss omfattning äger rum. Det måste också konstateras, att det inte finns stora praktiska möjligheter att statistiskt belägga vilken nivå i förhållande till det här tillämpade standardiserade avkastningsvärdet, som aktiekurserna på den svenska marknaden i allmänhet håller, eftersom faktorn  $p$  får betraktas som en helt teoretisk storhet.

Det kan ändå vara av intresse att söka göra klart på vilket sätt sammanhanget gestaltar sig mellan å ena sidan bolagsplaceringarna i aktier, å andra sidan marknadskurserna på sådana papper. Kan man nämligen utgå från att bolagsplaceringarna spelar en sådan roll, att de bestämmer kursnivån, får detta helt andra konsekvenser för aktieplaceringarnas inställning till utdelningspolitiken, än om motsatsen är förhållandet.

I själva verket kan dessa konsekvenser verbalt uttryckas mycket enkelt. Om det bolagssparande, som en aktie representerar, kan tillgodogöras aktieägaren genom en avyttring av aktien till ett bolag, i vars hand utdelning är skattefri, och vilket kan erbjuda ett i motsvarande mån högt pris för aktien, blir detta aktiesparande värdefullare i förhållande till en dubbelbeskattad utdelning än vad det skulle varit om det kunnat tillföras aktieägaren endast i form av beskattad utdelning.

Med hjälp av de tidigare använda symbolerna kan detta förhållande uttryckas som:

$$V_s = \frac{(1-u)p}{r_s} K$$

$$W_s = \frac{(1-u)p}{r_s} \left[ \frac{1 + (1-b)p}{1 + (1-i_s)r_s} \right]^n K$$

$$V_s < W_m = V_m \leq K$$

$$W_s < W_m = V_m \leq K.$$

Om man betraktar värdet  $W_{ms}$  (jfr formel (11) i kapitel 5), vilket betecknar det subjektiva nuvärdet av aktier, när ägaren räknar med ackumulation under  $n$  år och sedan avser att sälja i samband med övergång till en liberalare utdelningspolitik, kan detta enligt det sagda komma att ligga någonstans mellan det subjektiva värdet utan hänsyn till avyttringsmöjligheterna och det till nutid diskonterade standardiserade avkastningsvärdet efter ackumulation fram till avyttringstidpunkten, alltså

$$W_s < W_{ms} \leq \left[ \frac{1 + (1-b)p}{1 + (1-i_s)r_s} \right]^n K.$$

Värdet  $V_{ms}$  å andra sidan kan komma att anta ett värde någonstans mellan det subjektiva värdet utan hänsyn till avyttringsmöjligheterna och det standardiserade avkastningsvärdet:

$$V_s < V_{ms} \leq K.$$

Det är emellertid klart att om  $V_m = K$  kan det inte löna sig för en placerare att behålla sina aktier med uttagande av hela vinsten som utdelning, med mindre  $r_s \leq (1-u)p$ . Det intressanta förhållandet inträffar alltså, att möjligheten att avyttra aktier till det standardiserade avkastningsvärdet — om vi räknar med en sådan ytterlighet — gör en avyttring lönsam för alla de placerare, för vilka  $r_s > (1-u)p$ , om alternativet är att ta ut hela vinsten som utdelning. Är alternativet att i stället plöja ned vinsten, är en avyttring indicerad först när

$$r_s > \frac{(1-b)p}{(1-i_s)}.$$

Eftersom i utgångsläget, där

$$(1-b) = (1-u), (1-u)p < \frac{(1-b)p}{(1-i_s)}$$

för alla icke inkomstskattefria placerare, innebär detta, att det är lönsamt att behålla aktier endast för sådana aktieägare, för vilka det också är lönsamt att underlåta utdelning, eller vilka är inkomstskattefria för sina aktieutdelningar.

Innan vi går in på vad en differentierad bolagsskattesats skulle medföra i fråga om förändringar i detta läge, kan det vara skäl att ytterligare något beröra frågan varför verkligheten så dåligt anpassat sig till vad som teoretiskt förefaller naturligt. Det är ju onödigt att påpeka att även andra än skattefria placerare finner utdelning i varje fall i viss omfattning vara att föredra framför ackumulation. Och det är antagligen så att flertalet aktier går i handeln till kurser, som understiger det standardiserade avkastningsvärdet. Det brukar åtminstone anses att utskiftningsskatteskulden vid gängse marknadsvärdering tas i betraktande med åtminstone någon del av sitt värde.

Beträffande kurssättningen kan en av anledningarna naturligtvis vara den att nyemissionerna överstiger bolagsköpen av aktier. Detta förhållande är i

belysning av de siffror rörande bolagsplaceringar i aktier, som kom fram i samband med 1960 års provisoriska lagstiftning i hög grad sannolikt.

Men om så är förhållandet borde det finnas så mycket större skäl för nedplöjning av vinster inom bolagssektorn, nämligen dels i de bolag, vilkas aktuella investeringsprojekt lovar högre än normal avkastning, dels i de bolag, som visserligen inte har egna högräntabla investeringsprojekt men vill utnyttja skattefriheten för aktieutdelningar till att få del av avkastningen på andra bolags investeringar. Skall det totala kapitalet inom bolagssektorn alls stiga, blir det vid nuvarande beskattning skattebilligare om detta sker genom vinstnedplöjning än om det sker genom en kombination av utdelningar och tillskott. Detta bör gälla så snart man bortser från vad som kan erhållas genom utdelning till och tillskott från skattefria aktieägare. Ändå kännetecknas systemet av en remarkabel tröghet som låter expansion såväl som kontraktion av det totala bolagskapitalet åtföljas av ungefär samma utdelningspolitik, baserad mera på skälighetsuppfattningar och tradition än på skattetänkande.

*Marginalfall III. Aktier marknadsvärderas till det standardiserade avkastningsvärdet*

Om vi tillåter oss räkna med en aktiemarknad så gestaltad att aktierna värderas till det standardiserade avkastningsvärdet i här använd mening, blir konsekvenserna av en differentierad bolagsskatt följande, *under förutsättning att  $r_s$  är opåverkat av skatteförändringen*:

Program 1, alltså en sänkning av  $u$ , medför att det för färre aktieägare blir lönsammare att sälja aktierna än att ta ut vinsten som utdelning (lönsamhetsvillkoret var här  $(1-i_s)r_s > (1-i_s)(1-u)p$ ). Genom att  $(1-u)p$  stiger (i förhållande till  $(1-b)p$ ), kan det även för icke inkomstskattebefriade aktieägare inträffa, att  $(1-i_s)(1-u) \geq (1-b)$ . Det betyder att det kan bli lönsamt att behålla aktier även för sådana aktieägare, vilka inte har anledning att underlåta utdelning. Förutsättningen är emellertid den som angivits, alltså att förhållandet mellan restkvoterna efter skatt på outdelad respektive skatt på utdelad vinst är mindre än restkvoten efter vederbörande aktieägares marginalsatt.

I program 2, där sänkningen av  $u$  paras med en höjning av  $b$ , kan samma utveckling bli aktuell för en större grupp av aktieägare. Samtidigt blir det fler aktieägare, som kommer att se sig föranledda att avyttra sina aktier, eftersom för dem  $(1-i_s)r_s > (1-b)p$ .

Program 3, en höjning av  $b$ , kan likaså föranleda, att placerare för vilka  $(1-i_s)r_s \leq (1-i_s)(1-u)p$ , och vilka följaktligen finner det lönsamt att behålla sina aktier, samtidigt har anledning att föredra utdelning, eftersom  $(1-i_s)r_s$  samtidigt kan vara större än  $(1-b)p$ . Förutsättningen är återigen att förhållandet mellan restkvoterna  $(1-b)$  och  $(1-u)$  är mindre än  $(1-i_s)$ .

Program 4 leder till olika resultat, beroende på om höjningen av  $i$  väger tyngre än sänkningen av  $u$  eller tvärtom. Om höjningen av  $i$  är större, kommer resultatet endast att bli att flera aktieägare än förut behåller sina aktier i icke utdelande bolag, utan att några bolag får anledning att ändra sin utdelnings-

politik. Är motsatsen förhållandet, vilket är ett rimligare antagande, när höjningen av  $i$  enbart ses som en kompensation av  $u$ 's sänkning, kan det tänkas att vissa aktieägare kommer att föredra utdelning framför ackumulation utan att samtidigt föredra avyttring framför behållande av sina aktier.

Program 5, en höjning av  $b$  och en sänkning av  $i$ , leder å andra sidan mera entydigt till att flera aktieägare än förut föredrar utdelning, medan samtidigt vissa aktieägare, som tidigare föredragit ackumulation under bibehållande av sina aktier, nu får anledning att avyttra dem.

Bilden blir en annan och mycket mera komplicerad, om man även betraktar möjligheten av att faktorn  $r_s$  påverkas av skattereformen. Vid behandlingen av motsvarande marginalfall under förutsättning av aktiernas förtytterlighet endast till likasinnade kunde denna möjlighet tas in i resonemanget på ett förhållandevis mindre ingripande sätt, eftersom man kunde utgå från att samma förräntningsanspråk, som kunde härledas från bolagsskatteförhållandena i deras relation till placerarnas personliga inkomstskatteförhållanden och alternativa placeringsmöjligheter, också blev avgörande för den kurs, till vilken berörda aktier förvärfvas eller avyttras. Modellen vinner i realism men kompliceras i betydande grad, när det gäller att söka få fram en teori för förräntningsanspråkets samband med beskattningsreglerna i de fall aktier kan avyttras till förvärfvare med andra skattevillkor än säljarens.

Om vi fortfarande behåller antagandet, att aktierna på marknaden noteras till det standardiserade avkastningsvärdet, kan samvariationen mellan  $r_s$  och kursvärdet på aktier beskrivas relativt enkelt. Kalkylräntefoten  $(1 - i_s)r_s$ , härledd ur aktieplaceringsmöjligheterna, måste vara den högsta av antingen  $(1 - i_s)(1 - u)p$  eller  $(1 - b)p$ .

I ett utgångsläge, där  $u = b$ , sammanfaller dessa båda värden endast för inkomstskattefria subjekt. Under den förutsättning, som här valts beträffande aktiernas kursvärde, kan den ur aktieplaceringsmöjligheterna härledda kalkylräntan för placerare med positiv inkomstskatt inte gå över  $(1 - b)p$  med mindre en differentiering av  $b$  och  $u$  genomförs, stor nog att brygga över faktorn  $(1 - i_s)$ . Så länge differentieringen inte har gått så långt, lämnar en reform enligt program 1, alltså enbart en sänkning av  $u$ , dessa placerare indifferent, eftersom förräntningen och förräntningsanspråket båda förblir oförändrade. Ju mer  $u$  sänks, desto fler placerare blir det emellertid, vilkas kalkylränta motsvarar  $(1 - i_s)(1 - u)p$  eftersom detta värde blir större än  $(1 - b)p$ , och vilka i detta sammanhang kommer att föredra utdelning framför ackumulation. Där emot kommer de inte för den skull att finna skäl att sälja sina aktier.

En differentiering enligt program 2 kommer härutöver även att medföra en sänkning av nettoförräntningsanspråket för de placerares del, som har en inkomstskatt tillräckligt hög för att föredra ackumulation framför utdelning. Det kan tänkas att det ur aktieplaceringsmöjligheterna härledda nettoförräntningsanspråket för de placerare, som därvid kommer att föredra ackumulation framför utdelning, bringas under det nettoförräntningsanspråk de skulle kunna tillgodose genom annan placering — i så fall kommer de att finna skäl

att sälja sina aktier. Liksom tidigare kommer det även att finnas en grupp, vars inkomstskatt är så låg, att  $(1 - i_s)(1 - u)p$  överstiger  $(1 - b)p$ . Denna grupp kommer att föredra utdelning, även under förutsättning att placeringsmöjligheterna utanför bolagssektorn inte är lika goda för gruppens medlemmar som för aktiebolagen, eller att  $u = 0$ .

Program 3 leder också detta till sänkt förräntningsanspråk för de placerare, vilkas förräntningsanspråk härletts ur möjligheterna till placering i ackumulerande bolags aktier, till dess  $(1 - b)p$  bringats ned till att motsvara en möjlig nettoförräntning efter skatt av placeringar i annat än aktier eller — för de placerares del, vilkas  $i_s$  är lågt — i utdelande bolags aktier. Kalkylräntan för de placerares del, vilka föredrar utdelning redan vid en liten differentiering förskjuts inte vid en på detta sätt gestaltad reform.

En höjning av  $i$  kombinerad med en sänkning av  $u$ , alltså program 4, påverkar inte det förräntningsanspråk, som härleds från placeringsmöjligheterna i ackumulerande bolag, men däremot det, som kan härledas ur samma möjligheter i utdelande bolag. Eftersom det i första hand är placerare, för vilka  $i$  från början är lågt, som kan tänkas låta sitt nettoförräntningsanspråk styras av dessa möjligheter, och sänkningen av  $u$  för dem sannolikt väger tyngre än en samtidig höjning av  $i$ , borde resultatet bli en förbättring av nettoförräntningen på deras aktieplaceringar. Man kommer till en situation, där skiljaktigheten i de olika placerarkategoriernas bedömning av utdelningspolitiken tenderar att betonas starkare än förut.

I program 5, där  $i$  sänks samtidigt som  $b$  höjs, innebär hänsynstagandet till förräntningskravets variationer med ändrade skatteförutsättningar, att man inte längre kan vara lika säker på att ägarna av ackumulerande bolags aktier avyttrar sina papper — deras förräntningskrav kan sjunka med  $(1 - b)p$ , även om sänkningen av  $i$  betyder att de något fortare når den gräns, där placering i utdelande bolags aktier ger den bättre nettoförräntningen efter skatt.

### *Marginalfall III. Aktier marknadsvärderas under det standardiserade avkastningsvärdet*

Alla dessa exempel har vilat på förutsättningen att aktierna skulle kunna försälgas till en kurs motsvarande en efter räntefoten  $p$  kapitaliserad framtida avkastning brutto före bolagsskatt. Sätillvida blir behandlingen likartad med den, som var aktuell i vad vi tidigare kallat marginalfall II, alltså det fall, där  $K = W = V$ . Det är emellertid knappast realistiskt att räkna med att detta förhållande skulle vara typiskt. Tvärtom synes det väl så naturligt att aktier värderas så mycket under det standardiserade avkastningsvärdet, som motsvarar en genomsnittsplacerares värdering av dubbelbeskattningen.

Men därmed kommer man in på ytterligare svårigheter. En av dessa är att genomsnittsplaceraren är svårdefinierbar. Räknar man med avsättning till sådana köpare, som kan åtnjuta aktieutdelning skattefritt, blir spännvidden mycket stor mellan dessa och de köparskikt, som räknar med hög marginalskatt på aktieutdelning som en ofrånkomlig belastning vid aktieinnehav. I

vilken grad köpare av den förra kategorin för egen del kan behålla vinsten av att deras skatterättsliga position är en annan än de högt marginalbeskattade köparnas, med andra ord frågan i vilken grad det är vita bolag eller fysiska personer, som dikterar aktiekurserna, låter sig knappast besvaras på något enhetligt sätt. Inte heller finns det någon metod för att generellt besvara frågan, vilken typ av dubbelbeskattning, som är den för placerarnas kalkyler aktuella belastningen — dubbelbeskattning i form av skatt på utdelning eller utskiftningsskatt. I ett senare avsnitt skall vi gå närmare in på dessa problem. För närvarande inskränker vi oss till att i anknytning till det förut sagda studera hur det påverkar vårt resonemang, att den faktiska marknadsvärderingen understiger det standardiserade avkastningsvärdet.

Även med denna begränsade målsättning möter emellertid ett bekymmer, i det att man inte kan fixera på vilket sätt aktiekurserna kan tänkas påverkade, när beskattningsvillkoren varierar för olika kategorier av bolag och placerare. Låt oss betrakta ett läge, där man — orealistiskt — har att räkna med två typer av aktier på marknaden, den ena *i bolag som delar ut hela sin nettovinst*, den andra *i bolag, som inte delar ut någonting alls*. De nettoförräntningsanspråk, som skall tillgodoses för den som förvärvar aktier av den förra kategorin, kan som förut påpekats, uttryckas med formeln

$$(1 - i_s)r_s = \frac{K(1 - i_s)(1 - u)p}{V_m}, \quad \text{dvs. } r_s = r_m$$

(jfr formel (9b) i kapitel 5).

Det nettoförräntningsanspråk, som skall tillgodoses för den andra placerargruppen, är  $(1 - i_s)r_s = (1 - b)p$ .

Om nu kursen  $V_m$  är lika med  $W_m$  och således sätts enhetligt i förhållande till aktiernas avkastningsvärde, kan kursnivån beräknas motsvara nettoförräntningsanspråket hos de placerare, vilka nätt och jämnt är nöjda med den nettoförräntning de utdelande bolagens aktier ger. Ty skulle kursnivån vara lägre komme det att finnas köpare till aktierna, dels bland placerare, som eljest skulle placerat sina pengar i annat än aktier, dels bland sådana placerare, för vilka det med placering i ackumulerande bolags aktier tillgodosedda nettoförräntningsanspråket  $(1 - b)p$  inte längre skulle vara högre än  $[K(1 - i_s)(1 - u)p]/V_m$ . Skulle kursen å andra sidan tendera att bli högre, skulle det finnas anledning för de placerare i utdelande bolags aktier, vilkas förräntningsanspråk brutto före skatt är högst, att övergå till placering i ackumulerande bolags aktier respektive att föranstalta om en omläggning av bolagens utdelningspolitik i denna riktning.

I och för sig betyder detta att en sänkning av skatten på utdelad vinst enligt program 1, om  $r_s$  är *exogent bestämd för de därav berörda placerarna*, kan leda till en kurshöjning på motsvarande aktier, eftersom mer blir kvar av utdelningen netto efter skatt. Vid sådant förhållande framstår placeringen som likvärdig med vad den var förut, nota bene för alla utom för dem, som haft turen

att ha aktier när reformen skedde och räknar in den engångskurshöjning den lett till i avkastningen på sina aktieplaceringar.

Samtidigt kan man räkna med motsvarande uppjustering av kursen på icke utdelande bolags aktier. Visserligen berörs avkastningen på dessa inte direkt av skattesänkningen på utdelad vinst. Men om kursen på dessa aktier skulle ligga lägre i förhållande till det standardiserade avkastningsvärdet än den gör på utdelande bolags aktier, skulle det vara lönsamt för placerare, som föredrar utdelning, att förvärva aktier i sådana bolag. De skulle nämligen efter köpet kunna lägga om sin utdelningspolitik, ända till dess därigenom kursen bragts upp på en nivå, motsvarande de placerares nettoförräntningsanspråk, vilka nått och jämnt föredrar utdelning framför ackumulation.

Vi räknar här med ett exogent bestämt bruttoförräntningsanspråk före skatt,  $r_s$ , som är vägledande för den marginelle placeraren i utdelande bolags aktier. Motsvarande nettoförräntningsanspråk, dvs. kalkylräntefoten  $(1 - i_s)r_s$ , varierar med vederbörande placerares marginals katt. Det är lägre, ju högre denna är.

Det förräntningsanspråk, som är relevant för den marginelle placeraren i ackumulerande bolags aktier, är å andra sidan ett nettoförräntningsanspråk. I denna framställning har vi nämligen avstått från att betrakta det tänkbara inflytande på kalkylsituationen, som en till betalning förfallen kapitalvinstskatt kan utöva, och vi räknar alltså med att en av ackumulationen föranledd värdestegring på aktierna, i den mån den äger rum, oavkortad kommer aktieägaren till godo. Om  $i_s$  inte ändras, och om  $r_s$  inte är bestämt av aktieplaceringssmöggheterna, håller det ovan förda resonemanget. Om kursen på utdelande bolags aktier däremot sjunker i förhållande till utdelningen, och om som följd härav personer med högre inkomstskatt än tidigare får sitt nettoförräntningskrav tillgodosett genom sådan placering, kommer det nettoförräntningskrav, som gäller för den marginelle placeraren i ackumulerande bolags aktier, att stiga.

Den naturliga konsekvensen är att kursen på sistnämnda typ av aktier sjunker. Därmed förbättras emellertid inte räntabiliteten av en placering i dem, såvida avsikten med placeringen är att under överskådlig tid fortsätta med ackumulation av vinsten — under sådana förhållanden blir nämligen den beräknade nettoavkastningen fortfarande  $(1 - b)pW_m$ . Resultatet är endast att eftersom det i fortsättningen är färre placerare än förut som håller tillgodo med nettoförräntningen  $(1 - b)p$ , det kommer att löna sig att köpa ackumulerande bolags aktier för omläggning av deras utdelningspolitik, till dess att alla de placerare fått sin efterfrågan tillgodosedd, vilkas nettoförräntning på utdelande bolags aktier vid den kurs, där stabilitet nås, sammanfaller med eller överstiger  $(1 - b)p$ .

Om kursstegringen på utdelande bolags aktier alltså inte följer restkvoten  $(1 - u)$ , kommer nettoförräntningen på sådana bolags aktier att stiga, samtidigt som  $(1 - b)p$  och därigenom nettoförräntningen på placeringar i ackumulerande bolags aktier förblir oförändrad. De placerare, vilka är marginella

i valet mellan utdelande och ackumulerande bolags aktier, kommer då att föredra placering i utdelande bolag, ända tills ett nytt jämviktsläge uppkommit, i vilket nettoförräntningen för de marginella placerarna vid placering i utdelande bolag motsvarar  $(1-b)p$ .

En anpassning av detta slag kan gå till på två olika sätt. För det första ändras till en början inte utdelningspolitiken i något bolag. I stället är det de marginella ägarna av aktier i ackumulerande bolag, som söker sig över till placering i utdelande bolag, till dess kurserna på utdelande bolags aktier höjts så mycket, att nettoförräntningen efter skatt för de aktieägare i utdelande bolag, vilkas marginalskatt ligger högst, inte längre överstiger  $(1-b)p$ . I detta läge bör emellertid kursen på ackumulerande bolags aktier ha sjunkit som följd av att vissa tidigare ägare av sådana aktier nu föredrar aktier i utdelande bolag. För de aktieägare, som föredrar utdelning framför ackumulation, kan det i ett sådant läge vara bättre affär att förvärva aktier i ackumulerande bolag och lägga om utdelningspolitiken än att köpa i förhållande till det standardiserade avkastningsvärdet dyrare aktier i utdelande bolag. På detta sätt når man åter en harmonisering av kurserna mellan de olika typerna av aktier. Den nivå, på vilken det sker, dikteras av hur placerarnas bruttoförräntningsanspråk utvecklas. Är det oförändrat, måste slutresultatet bli en höjning av alla aktiekurser i proportion till restkvoten  $(1-u)$ . Stiger det, blir aktiekurserna inte fullt så höga, och därmed kommer också en övergång till stånd från ackumulation till utdelning, motsvarande intressena hos de aktieägare, vilka tidigare varit marginella, men vilkas nettoförräntningsanspråk i det nya läget kommer över gränsvärdet  $(1-b)p$ .

För det andra uppnås samma resultat i princip på en mera direkt väg, nämligen genom att aktieägare i förut ackumulerande bolag redan från början i stället för att förvärva aktier i utdelande bolag sörjer för en omläggning av utdelningspolitiken i de bolag de äger. På vilket sätt utvecklingen äger rum kan man tänka sig dikteras av ägareförhållandena. Ju mera homogena aktieägarnas preferenser är inom samma bolag, desto större är utsikterna att en anpassning av utdelningspolitiken skall kunna nås inom bolaget, utan att aktieägarna skall behöva gå över till placering i ett annat bolag.

### *Marginalfall III. Sammanfattande slutsatser*

Om det sagda ger en tillnärmelsevis riktig, schematisk bild av händelseutvecklingen, kan slutsatsen i korthet bli denna. En sänkning av  $u$ , program 1, resulterar — vid i övrigt oförändrade förutsättningar och vid ett förräntningsanspråk fixerat på annat sätt — i ett läge motsvarande marginalfall III endast i en generell stegring av aktiekurserna, utan någon förändring av utdelningspolitiken. Denna kan emellertid påverkas i riktning mot högre utdelning, om marknadens förräntningsanspråk höjs, och vice versa. Vid oförändrat förräntningsanspråk kan ett läge uppstå, då vissa aktieägare förvärvar aktier i ackumulerande bolag med avsikt att lägga om utdelningspolitiken. Blir sänkningen av  $u$  tillräckligt stor, kan förräntningsanspråket tänkas höjt på den grund,

att aktiekursernas stegring i viss mening har ett tak, när  $V_m = K$ , varför en fortsatt sänkning av  $u$  sedan denna punkt nåtts kan medföra att marknadens förräntningsanspråk därefter dikteras av placeringsmöjligheterna i utdelande bolags aktier. Om emellertid fortsatt placering i nya aktier skulle medföra ett lägre förräntningskrav på bolagsinvesteringar, om alltså  $p$  sjunker, kan denna utveckling komma att hejdas.

Om samtidigt med att  $u$  sänks även  $b$  höjs, program 2, kommer resultatet att bli en större benägenhet att sälja aktierna i ackumulerande bolag, eller en omläggning av dessas utdelningspolitik, eftersom det förräntningskrav, som placering i dessa aktier därefter tillgodoser, inte längre är uppfyllt för de placerares del, vilkas placeringar i sådana aktier tidigare varit nått och jämnt lönsamma. I analogi med det tidigare resonemanget kommer detta att ta sig slutligt uttryck i en ändrad utdelningspolitik, som uttrycker att i fortsättningen endast en mera begränsad grupp av aktieägare med gällande förräntningsanspråk kommer att finna placering i ackumulerande bolags aktier lönsam, medan samtidigt en större grupp av aktieplacerare än förut kommer att acceptera en placering i utdelande bolags aktier till oförändrade kurser som lönsam. Vid oförändrat bruttoförräntningsanspråk kommer denna grupp att driva fram en kurshöjning på utdelande bolags aktier och därmed även efterhand på de kvarstående, fortfarande ackumulerande bolagens aktier. Den nettoförräntning efter skatt varmed de i förhållande till utdelningspolitiken efter reformen marginella placerarna räknar, kommer att vara lägre än förut.

Motsvarande gäller om enbart  $b$  höjs, program 3. En sådan höjning medför en försämrad förräntning på placeringar i ackumulerande bolags aktier. Därmed blir det lönsammare för de placerare, som förut varit marginella i avseende på utdelningspolitiken, att lägga om från ackumulation till utdelning. Resultatet bör i princip bli, att aktiekurserna på utdelande bolags aktier motsvarar det lägre nettoförräntningskrav, som — baserat på räntabiliteten av placering i ackumulerande bolag efter höjning av  $b$  — ställs av de aktieplacerare, vilka genom denna höjning kommit att bli marginella i valet mellan ackumulation och utdelning. Om de ackumulerande bolagen inte i tillräcklig utsträckning lägger om sin utdelningspolitik, kan detta betyda att kurserna temporärt höjs på utdelande bolags aktier, tills en sådan anpassning uppnåtts.

Program 4, enligt vilket  $u$  sänks och  $i$  höjs, skulle i motsvarande läge innebära en stegring av kurserna på aktier i utdelande bolag som följd av höjningen av restkvoten  $(1 - u)$ . Anpassningen av ackumulerande bolags aktiekurser till denna höjning skulle emellertid inte gå till likadant som när enbart  $u$  nedsätts. Dels skulle aktier i ackumulerande bolag efter en reform där  $i$  höjs tillgodose ett oförändrat nettoförräntningsanspråk motsvarande ett stegrat bruttoförräntningsanspråk. Därigenom skulle sådana aktier framstå som mera attraktiva än förut, och kurserna på dem stiga eller marginalen förskjutas mellan placerare som föredrar ackumulation och sådana som föredrar utdelning. Dels skulle man samtidigt ha att räkna med att det nettoförräntningsanspråk, som

tillgodosågs genom placering i utdelande bolags aktier, bleve reducerat inte bara genom kurshöjningen utan också genom den ökade inkomstskatten. Om kurserna på utdelande bolags aktier därför skulle stiga helt i proportion med höjningen av  $(1-u)$  — något som bör bli fallet, om  $r_s$  är exogent bestämt — skulle detta innebära en sänkt nettoförräntning efter skatt för de i förhållande till utdelningspolitiken förut marginella placerarna i dessa bolags aktier, samtidigt som nettoförräntningen efter skatt på ackumulerande bolags aktier, bleve oförändrad. Därför skulle dessa marginella placerare övergå till placering i ackumulerande bolags aktier till dess inga andra placerare i utdelande bolags aktier återstode än sådana, för vilka nettoförräntningen efter skatt ginge upp till minst  $(1-b)p$ . Eftersom det vore möjligt att i stället ändra utdelningspolitiken i en motsvarande mängd utdelande bolag, skulle detta inte behöva medföra någon kursnedgång.

Resultatet skulle med andra ord kunna bli att sänkningen av  $u$  i kombination med en höjning av  $i$  ledde till en övergång från utdelning till ackumulation. Det som är särskilt intressant från praktisk synpunkt i detta sammanhang är att en höjning av  $i$  inte behöver vara resultatet av några medvetna åtgärder från skattelagstiftarens sida. Det räcker med en allmän inkomsthöjning i samhället i kronor räknat, t. ex. av inflatorisk karaktär, för att de skattskyldiga genomsnittligt sett skall komma upp på en högre marginals-kattenivå än förut. Om vid en sådan utveckling ett budgetöverskott uppträder, som anses kunna disponeras för skattesänkningar, och statsmakterna väljer att sänka  $u$ , bör resultatet bli det ovan sagda.

Slutligen återstår program 5, enligt vilket  $b$  höjs och  $i$  sänks. Anpassningen bör naturligen i ett sådant fall äga rum genom att en övergång sker från ackumulation till utdelning, eftersom vid oförändrade kurser på utdelande bolags aktier dessa kommer att lämna en högre nettoförräntning än förut till de i avseende på utdelningspolitiken förut marginella placerarna, samtidigt som nettoförräntningen på ackumulerande bolags aktier sjunker genom reformen.

Hela denna genomgång har haft sin utgångspunkt i antagandet att det i första hand är bruttoförräntningsanspråket, som är exogent bestämt, medan nettoförräntningsanspråket varierar. Antagandet är så mycket mera naturligt, som ju nettoförräntningsanspråket efter skatt rimligtvis är en mellan placerare av olika kategorier betydligt mera varierande storhet, än vad bruttoförräntningsanspråket före skatt kan vara.

Men samtidigt ställer oss antagandet om ett exogent bestämt bruttoförräntningsanspråk inför en del metodiska svårigheter. För det första kan ju detta förräntningsanspråk inte vara relevant för de placerares investeringsplanering, som på grund av sin marginals-kattesituation har anledning att föredra skattefria placeringar av typen ackumulerande bolags aktier. Deras nettoförräntningsanspråk måste antas ligga på samma eller högre nivå än som motsvaras av marknadens bruttoförräntningsanspråk med avdrag för deras marginals-katt. Så länge ackumulerande bolags aktier nu är den enda från personlig inkomstskatt fria placering, som kan bli aktuell för placerare av denna

typ, är det visserligen inte till hindern för utvecklingen av de modellsammanhang, som här uppställts. (Vi har här bortsett från aktievinstskatten.) Men frågan blir genast mera komplicerad om man jämte ackumulerande bolags aktier även har andra placeringar, vilkas avkastning faller utanför det inkomstbegrepp, som bestämmer placerarnas beskattning.

Ett sådant exempel är premieobligationer. Placering i sådana sätter en låt vara tämligen låg minimigräns för den nettoavkastning efter skatt, som högt marginalbeskattade placerare kräver. En annan har tidigare varit placering i spekulationsfastigheter. En tredje möjlighet av växande betydelse är placering i utlandet på sådant sätt att avkastningen skyddas från svensk skatt.

Räknar man med placeringsmöjligheter av detta slag, är det inte orimligt att i vissa fall kalkylräntan kan vara *exogent bestämd* och alltså oberoende av  $b$  och oberoende eller nästan oberoende av  $r$ . Vilka verkningar kan detta tänkas få på vårt resonemang?

I program 1, där enbart  $u$  sänks, bör konklusionen vara oförändrad. Det bruttoförräntningsanspråk, som dikterar den marginelle placeraren i utdelande bolags aktier, står ju oförändrat, så länge det är samma grupp, som är den marginella, och relationen mellan brutto- och nettoförräntningsanspråken således är densamma före och efter reformen.

Men i program 2, där samtidigt även  $b$  höjs, blir resultatet ett annat. De placerare i ackumulerande bolags aktier, som tidigare kunnat nöja sig med nettoförräntningen  $(1-b)p$ , kommer nu att övergå till annan placering, som ger dem oförändrad nettoförräntning efter skatt, även sedan  $b$  höjts. Resultatet blir emellertid inte att dessa placerare genom sin efterfrågan driver upp kurserna på utdelande bolags aktier till den nivå, där efter höjningen av  $(1-u)$  bruttoförräntningen blir oförändrad mot förut. Ty skulle så ske, måste man ju räkna med att de placerare, som tidigare föredragit ackumulationspolitik, och som nu är de marginella placerarna i de utdelande bolagens aktier, har en mindre fördelaktig relation mellan nettoförräntning efter skatt och bruttoförräntning, och att det för den skull hade varit fördelaktigare för dem att söka sig en annan placering än aktier av ett slag, vars nettoförräntning efter skatt hållit sig på samma nivå som förut. Resultatet kan alltså i princip tänkas bli en generell höjning av bruttoförräntningskravet på utdelande bolags aktier upp till den nivå, där nettoförräntningen efter inkomstskatt för de grupper, som efter reformen blivit de marginella i fråga om utdelningspolitiken, blir lika med vad som tidigare motsvarades av  $(1-b)p$ . Skulle det finnas ett talrikt skikt av marginella placerare, vilkas inkomstskatt endast något litet överstigit vad som före reformen skulle föranlett dem att gå över till utdelande bolags aktier i stället för ackumulerande bolags, skulle man kunna tänka sig att kurserna på utdelande bolags aktier kunde stiga i det närmaste i proportion till höjningen av  $(1-u)$ . Är marginskiktet däremot tunt, blir kravet på höjd bruttoförräntning starkare. Samma gäller om placeringarna i ackumulerande bolags aktier har stor omfattning så att antalet bolag som går över till att dela ut sina vinster är stort.

Det säger sig självt, att ett studium av modellen under dessa ändrade förutsättningar aktualiserar en väsentlig svaghet, nämligen att  $p$  tänks ligga fast — i själva verket skulle det naturligtvis komma att finnas kvar ackumulerande företag, som tack vare en hög räntabilitet på sina självfinansierade investeringar kunde erbjuda en bättre avkastning på sina aktier än de i detta hänseende marginellt räntabla företagen. Men den komplikationen får behandlas i ett annat sammanhang.

En reform enligt program 3, alltså enbart en höjning av  $b$ , skulle leda till likartade konsekvenser: Vid oförändrat nettoförräntningsanspråk skulle placerarna få anledning att söka sig över till utdelande bolags aktier endast under förutsättning av att kursen sänktes på dem. Därigenom skulle dessa aktier ge den förhöjda bruttoavkastning, som skulle tillfredsställa nettoförräntningskravet för de placerares del, som efter reformen skulle vara marginella. Dessa måste ju förutsättas ha en högre personlig marginals katt än de aktieägare, som var marginella i avseende på utdelningspolitiken, innan  $b$  höjdes.

Enligt program 4 blir resultatet också olikartat mot förhållandet vid konstant bruttoförräntningskrav. Höjningen av  $i$  innebär nu inte längre någon sänkning av nettoförräntningskravet utan i stället en höjning av bruttoförräntningskravet på beskattade placeringar. Är i det placerarskikt, som tidigare varit marginellt i avseende på utdelningspolitiken, sänkningen av  $(1 - i)$  proportionell med höjningen av  $(1 - u)$ , blir resultatet oförändrad utdelningspolitik och oförändrade aktiekurser. Är höjningen av  $(1 - u)$  större, stiger kurserna på utdelande bolags aktier tillräckligt högt för att uppnå samma nettoförräntning som förut för de nu som förr marginella placerarna. Är förhållandet det motsatta, så att inkomstskattehöjningen för dessa placerare väger tyngre än sänkningen av bolagsskatten på utdelad vinst, sjunker i stället kursen. De ackumulerande bolagens kurser följer med. Stiger kursen på utdelande bolags aktier skulle det ju eljest för den som så hava kan löna sig bättre att köpa aktier i ett ackumulerande bolag och lägga om utdelningspolitiken än att köpa förhållandevis dyrbarare aktier i ett redan utdelande bolag. Faller kursen är det på samma sätt tänkbart, att ett potentiellt utbud av tidigare utdelande bolags aktier på marknaden för ackumulerande bolags sänker kurserna på denna marknad, även utan att någon övergång mellan sektorerna i praktiken äger rum.

Enligt de ändrade förutsättningarna får man alltså inte någon förskjutning i utdelningspolitiken genom en reform enligt program 4, så länge nettoförräntningsanspråket ligger fast. Det är först om och när det sjunker, som en övergång mot mera ackumulation kan bli aktuell.

Slutligen skall noteras att om enligt program 5 en höjning av  $b$  i kombination med en sänkning av  $i$  på samma sätt lämnar nettoförräntningsanspråket oberört, resultatet bör bli ett övergivande av de ackumulerande bolagens aktier, samtidigt som en del av dem som förut fann placering i utdelande bolags aktier otillräckligt lönsam, nu skulle gå över till sådan placering respektive lägga om utdelningspolitiken i förut ackumulerande bolag.

#### *Marginalfall IV*

Vi har i det föregående räknat med att  $p$  hela tiden är konstant. I själva verket måste denna förutsättning bli mindre realistisk, ju mera skatteförutsättningarna för aktiebolagsplacering ändras. Är den sannolika verkan av en reform, att andra placeringsmöjligheter vinner i attraktionskraft i jämförelse med aktierna, måste man räkna med att räntabilitetskravet för nya aktiebolagsinvesteringar sätts upp och att i samband därmed det förräntningskrav, som vi räknat med såsom permanent tillgodosett, genom ett strängare urval bland bolagsinvesteringarna också följer med uppåt. I det marginalfall, som nyss med sådan utförlighet behandlats, nämligen marginalfall III,  $V = -W < K$ , spelar detta förhållande emellertid mindre roll, eftersom utgångspunkten är den att nya bolagsinvesteringar hur som helst inte är lönsamma — det gäller bara att finna den förnuftigaste utdelningspolitiken för de bolag, som faktiskt finns.

Med marginalfall IV kommer vi emellertid — som redan framgår av fallets behandling i tidigare avsnitt — in på problemet i fråga. Det sker emellertid under en i nu rådande rättsläge orealistisk förutsättning. Det torde därför sakna intresse att utförligare behandla de förändringar i läget, som införandet av den nya förutsättningen om aktiernas förytterlighet till oliktankande kan medföra.

Själva problemet bör emellertid något belysas. I de tidigare diskuterade marginalfallen behandlades som nämnts en situation, då det vägde jämnt i valet mellan olika typer av utdelningspolitik för de i detta avseende marginella placerarna. I första fallet (marginalfall II) var detta läge förenat med en värdering av aktier i nya bolag, som gjorde placering i nya aktier nått och jämnt lönsam, i det senare fallet (marginalfall III) gällde det i stället frågan om utdelningspolitikens gestaltning, när placering i nya aktier framstod som olönsam.

Båda fallen karakteriserades av att alla de placerare, vilka från synpunkten av valet av utdelningspolitik kunde betraktas som marginella, hade samma inställning till lönsamheten av nya placeringar. Införandet av förutsättningen om aktiernas säljbarhet till placerare med andra preferenser i avseende på utdelningspolitiken ändrade inte något härutinnan, så länge en skattereform inte drevs så långt, att den fortsättningsvis marginella gruppen komme att värdera nya aktier tillräckligt högt för att göra en förut icke lönsam placering lönande — ett sådant förhållande skulle kunna påverka omfattningen av bolagsinvesteringarna överhuvud och därmed  $p$ .

Det är självfallet så att räntabiliteten av nya investeringar inom bolagssektorn i princip påverkas inte endast av föreliggande efterfrågan på nya aktier, utan även av den omfattning, i vilken vinster plöjs ned inom bolagen och dessa således får möjlighet att självfinansiera nya investeringar. Även om man alltså skulle räkna med att marginalfall III enligt ovan vore typiskt, kunde detta inte betyda, att vi hade rätt att ens för en så grov modell som den här använda räkna med ett konstant värde på  $p$ . Tvärtom måste man räkna med att  $p$  förskjuts nedåt i samma mån som en utdelningsfientlig skattepolitik gör det

lönsamt för företagen att ackumulera sina vinster, och uppåt i samma mån som en långtgående utdelningspolitik kommer pengarna att bli knappa för företagens investeringar. Problemet blir ännu mera komplicerat, om man räknar med att aktieägarnas placeringsbehov växer med större utdelningar, och att efterfrågan på aktier som följd härav kan komma upp till den nivå, där placering i nya aktier med avkastningen  $p$  ter sig lönsam. I det fallet skulle man alltså komma från marginalfall III över till ett läge, ovan betecknat som marginalfall II.

Vad vi i marginalfall IV har att diskutera är ett läge, där valet mellan utdelning och ackumulation redan är klart för de placerares del, vilkas reaktioner vi studerar. De föredrar utdelning framför ackumulation, och de finner samtidigt placering i utdelande bolags aktier lönsam, vilket i sin tur betyder att de har en kalkylränta lägre än  $p$ , nämligen  $(1-i)(1-u)p$ , samtidigt som  $(1-u)$  måste vara så mycket högre än  $(1-b)$ , att det mer än utjämnar den på aktieutdelningen belöpande inkomstskatten, alltså  $(1-i)(1-u)p > (1-b)p$ . Dessa placerare är marginella endast i avseende på valet av placering i nya aktier eller annan placering.

I den mån förutsättningar alls finns för att en sådan placerargrupp uppkommer, kan självfallet det läget aktualiseras, att den på marknaden konfronteras med en placerargrupp med helt olikartade preferenser. Så länge dessa placerare representerar det tidigare behandlade marginalfall III, enligt vilket deras värdering av nya aktier understiger  $K$ , innebär införandet av en möjlighet till avyttring av aktierna självfallet inte något problem. Det sagda kan illustreras med läget för ägaren av ett familjebolag, vars ställning till bolaget är sådan, att han kan ta ut så stor del han önskar av vinsten som lön (detta är självfallet inte utdelning i ordets här i övrigt använda bemärkelse, men eftersom fallet i övrigt är orealistiskt från den gällande rättens synpunkt, kan detta praktiska exempel vara belysande). För hans del kan nyplacering i bolaget utan tvivel te sig lönsam, oaktat hans egna skatteförhållanden är sådana, att en ackumulation av öppet redovisad vinst inom bolaget skulle vara ogynnsam. I detta läge kan han knappast vara intresserad av att avyttra aktierna i bolaget till någon annan köpare än en, som t. ex. på grund av att han kan räkna med skattefri utdelning är beredd att erlægga ett pris motsvarande minst det här definierade standardiserade avkastningsvärdet. En köpare i det läge, som motsvaras av marginalfall III, blir i sammanhanget ointressant. Först när möjligheterna att komma förbi dubbelbeskattningen börjat te sig hotade — ställningen som aktieägare-verkställande direktör måste t. ex. på grund av åldersskäl uppges — kan det komma i fråga att sälja till en lägre kurs än det standardiserade avkastningsvärdet. Men då är inte längre förutsättningarna i marginalfall IV uppfyllda i samma mening som förut var fallet. Det bör emellertid påpekas, att exemplet inte direkt motsvarar det marginalfall vi studerar, och att en aktieägare i nämnda situation inte på samma sätt som vi eljest räknar med påverkas av de förändringar i skattevillkoren för utdelad respektive outdelad vinst, som vi här behandlar.

I det teoretiska fallet kommer aktiernas säljbarhet inte att påverka utdelningspolitiken i programmen 1, 2 och 3. Däremot blir läget svårbestämbarare i program 4. Som vi tidigare funnit blir reaktionerna där beroende av i vilken mån det blir det subjektiva förräntningsanspråket eller förräntningen på bolagsinvesteringar, som starkast påverkas av en sänkning av  $u$  i förbindelse med en höjning av  $i$ . Är det förräntningsanspråket, som stiger, kan man räkna med att denna utveckling efterhand hejdas, i och med att den höjda inkomstskatten kommer att sätta allt fler placerare i den situation, som ovan betecknats som marginalfall VI, dvs. ett läge, där nyplacering i ackumulerande bolags aktier framstår som lönsam. Därmed kan en kursstegring på gamla aktier och en sänkning av  $p$  komma att bli aktuell.

Om det å andra sidan från början är  $p$ , som sjunker, står förräntningsanspråket för utdelande bolags aktier kvar och sänkningen av skatten på utdelad vinst tar sig uttryck i att gamla aktiers kurser höjs medan nya aktier kan placeras trots sämre avkastning på i bolagen investerat kapital. I det fallet kan man räkna med att införandet av aktiernas förytterlighet möjligen leder till ändringen att den sänkning av förräntningsanspråket, som höjningen av  $i$  kan innebära för deras del vilka föredrar ackumulation, kommer  $p$  att sjunka ner till ett läge, där de placerares utdelningsanspråk, vilka föredrar utdelning framför ackumulation, inte längre är tillgodosett. De kan i så fall se sig föranlåtna att överlåta sina aktier till placerare med preferens för ackumulation, vilket alltså kan betyda en snabbare övergång till en förändrad utdelningspolitik än vad som skulle ägt rum i ett fall, där aktierna inte kunde avyttras till oliktankande.

### *Marginalfall VI*

Beträffande marginalfall VI, det mest realistiska, kan införandet av den nya förutsättningen om förytterlighet till oliktankande få en icke oväsentlig betydelse. I själva verket måste man betrakta övergången från ackumulationspolitik i en ägares eller ägargrups hand till utdelningspolitik i en annan ägares eller ägargrups hand som en typisk utveckling för ett bolag, särskilt när dess verksamhet går över från en första starkt expansiv till en senare, mera stationär fas, liksom när finansieringsmetoderna för nya investeringar efter det att bolaget vuxit i styrka kan läggas om från förhållandevis stor egen kapitalandel till en större andel lånefinansiering.

I ord kan läget beskrivas på följande sätt: Det bruttoförräntningsanspråk, som marknadsmässigt gäller, alltså  $r_m$ , är i utgångsläget högre än  $(1-u)p$ . Därför är  $V_m < K$ , och inte någon placerargrupp finner investeringar i nya, utdelande bolag med avkastningen  $p$  lönsamma.

Däremot finns det en grupp för vilken  $(1-b)p > (1-i_s)r_s$ , och för vilken kalkylen för placering i ackumulerande bolags aktier visar lönsamhet under förutsättning att en sådan politik fullföljs under tillräckligt lång tid. Förutsättningarna härför har behandlats tidigare, speciellt s. på s. 114 f. Förklaringen är att belastningen av utdelad vinst med dubbelbeskattning mer än

vägs upp av den från dessa placerares synpunkt förmånliga takten i värdestegringen under det skede då några utdelningar inte verkställs.

Så länge vi inte räknade med avyttring av aktier till andra än likasinnade, var det en förhållandevis okomplicerad uppgift att bestämma hur utdelningspolitiken skulle kunna påverkas av de olika skatteprogram vi studerar. Det blir betydligt mera komplicerat när man har att ta hänsyn till möjligheten av att placerare, som i och för sig har anledning föredra ackumulation framför utdelning i stället för investering i nya bolag väljer förvärv av aktier i redan befintliga, utdelande bolag för att lägga om dessas utdelningspolitik och därigenom komma i åtnjutande både av den snabbare kapitaltillväxten genom viss ackumulation och av den rabatt i förhållande till det standardiserade avkastningsvärdet, som förvärvet av befintliga, utdelande bolags aktier kan erbjuda.

Som tidigare nämnts finns det knappast några möjligheter att empiriskt pröva den praktiska relevansen av sådana påståenden. Vad vi här betraktar som det standardiserade avkastningsvärdet är ju en storhet, härledd ur den helt abstrakta förräntningsfaktorn  $p$ . Men själva möjligheten förtjänar självfallet diskussion. Om de aktieägare, som prefererar utdelning framför ackumulation, kan tänkas beredda att värdera aktierna i ett bolag lägre än de aktieägare, som föredrar ackumulation framför utdelning, är det vid en fri aktiemarknad rimligt att räkna med att kurserna utjämnas genom att tillräckligt stor mängd aktier i utdelande bolag övergår i sådana placerares ägo, som sörjer för en omläggning av utdelningspolitiken till ackumulation. Därigenom drivs kurserna upp på utdelande bolags aktier, samtidigt som en mättnadstendens gör sig gällande på marknaden för aktier i ackumulerande bolag. Blir kurssättningen i förhållande till det standardiserade avkastningsvärdet därigenom enhetlig får vi inte längre att göra med marginalfall VI utan i stället kanske med vad vi kallat marginalfall III. Skulle materialbrist göra sig gällande kommer detta att utveckla sig i riktning mot vad vi betecknat som marginalfall II, dvs. både ackumulerande och utdelande bolags aktier kommer att värderas till det standardiserade avkastningsvärdet. Men förutsättningen för upprätthållandet av en så hög kurssättning på utdelande bolags aktier skulle i ett sådant läge vara just möjligheten för en köpare eller köpargrupp att åstadkomma en omläggning till mera restriktiv utdelningspolitik för tillvaratagande av möjligheterna till från en sådan grupps synpunkt skattebilligt bolagssparande.

Ett förenhetligande av kurserna i förhållande till det standardiserade avkastningsvärdet kommer på samma sätt som observerades i samband med marginalfall III att få till resultat att avkastningen ter sig olika från olika placerares synpunkt beroende på i vilken grad vederbörande bolags utdelningspolitik anpassats efter berörda placerares preferenser. En placerare, som har anledning att föredra ackumulation kan finna nettoavkastningen efter skatt på de aktier han förvärvat till en given kurs långt attraktivare om bolaget låter bli att dela ut så länge han sitter med aktierna, än om utdelningspolitiken

är liberal. Om kursläget anpassas till det värde den i avseende på utdelningspolitiken marginelle placeraren sätter på utdelande bolags aktier kan man räkna med att detta kursläge blir för lågt för att finansiering genom nyemission skall vara lönsam för andra bolag än för dem, vilkas nyinvesteringar är räntabla-  
rare än vad som genomsnittligt gäller inom bolagssektorn (marginalfall III). Kommer kursläget högre, borde man normalt sett inte ha anledning att räkna med någon efterfrågan från andra placerares sida än från dem, vilka föredrar ackumulation. En sådan kursnivå kan svårigen hållas.

Vill man försöka få någon anknytning av detta resonemang till den praktiska verkligheten, måste det ske via en differentiering av placerarnas förräntningsanspråk och av de marknadsförda aktiernas karaktär. Konkret kan läget uttryckas så att det i dagens läge vore en praktiskt otänkbar företeelse att en placerare eller en grupp av placerare skulle förvärva ett avgörande inflytande i något börsnoterat bolag för att lägga om dess utdelningspolitik i riktning av fullständig ackumulation av alla vinster. Även om det vore möjligt att på det sättet göra en i förhållande till avkastningen inom bolaget billigare investering än genom en ny bolagsbildning, skulle ett sådant förfarande knappast kunna tänkas annat än möjligen i form av en nyansförskjutning i utdelningspolitiken i samband med en ändrad intressegruppering på aktieägarsidan. På samma sätt gäller att nya företag i aktiebolagsform sällan kommer till genom öppna emissioner till en allmänhet med preferens för utdelning framför ackumulation, och att aktier i bolag av typisk tillväxtkaraktär, som inte lämnar någon utdelning, inte kommer upp till notering på fondbörsen utan i praktiken är intressanta som placeringsobjekt endast för en betydligt trängre krets av placerare. De placerare, som har anledning att föredra ackumulation framför utdelning, har med den nu rådande ordningen på kapitalmarknaden knappast några möjligheter att utöva en extrem sådan politik annat än i mindre bolag. Redan stelheten i ägarestrukturen gör ett övertagande av det dominerande intresset i några mera väsentliga bolag knappast möjligt utan så väsentliga kursförskjutningar uppåt, att den för köparna fördelaktiga relationen mellan aktiekurser och avkastningsvärde elimineras. Ett annat motiv, som inte heller får försummas, är den självdisciplin, som torde vara nödvändig att iaktta vid administrationen av större bolag, om man vill undvika lagstiftarens ingripande mot vad som skulle kunna riskera betecknas som missbruk. Extrema yttringar av skattetänkande kan om de frestar till lagstiftning, på längre sikt vara mindre lönsamma än ett mera nyanserat agerande.

Å andra sidan är de expanderande mindre bolag, för vilkas del en omfattande självfinansiering inte bara är önskvärd utan en praktisk nödvändighet, oftast inte objekt av den säkra karaktär, som gör dem till lämpliga föremål för sådana placerares intresse — fonder, småsparare m. fl. — som typiskt sett borde föredra utdelning framför ackumulation.

Vi kommer alltså fram till att sannolikheten talar för att vi i det praktiska livet kan tänkas ha att göra med en så splittrad marknad, att vad som tidigare

sagts om utdelningspolitiken under förutsättning av aktiernas oförytterlighet till andra än likasinnade i praktiken icke kommer att sakna praktiskt utsagovärde. Det är alltså i och för sig inte otänkbart att det kan finnas en splittrad kursnivå, som tillåter utdelningsintresserade placerare att köpa aktier till en kurs understigande det standardiserade avkastningsvärdet i här angiven mening, samtidigt som nyemission sker av aktier till en kurs motsvarande samma avkastningsvärde, vilka aktier förvärvas av placerare, som mera är intresserade av ackumulation.

Förhåller det sig i princip på det sättet kan man tänka sig att skatteförhållandena påverkar utdelningspolitiken på två olika sätt: För det första kan en utdelningsstimulerande politik leda till att utdelningspolitiken i redan utdelande bolag görs något liberalare än förut, antingen detta beror på att från de befintliga aktieägarnas synpunkt relativt något mindre än tidigare synes vara att vinna genom ackumulation eller på att nya och mera utdelningsglada grupper får eller väntas få intresse av aktieplacering. För det andra kan det tänkas, att höjda kurser på utdelande bolags aktier gör det relativt mera lockande än förut att lägga om utdelningspolitiken i sådana ackumulerande bolag, vilkas aktier man räknar med att sälja till av utdelning intresserade avnämare efter en viss utbyggnadsperiod. Visserligen kan en reform inte i och för sig föranleda den som föredrar ackumulation att övergå till motsatt preferens, med mindre den antingen innebär en höjning av  $b$  eller en ökning av nettoförräntningsanspråket  $(1-i)r$ . Men det kan ju tänkas, att just en inträdd gynnsammare relation mellan kursen vid avyttring på en marknad för utdelande bolags aktier och det bakomliggande avkastningsvärdet gör placering i ackumulerande bolag för senare avyttring till en mera utdelningsglad publik till en på kort sikt mera lönande affär än förut.

## NÅGRA AVSLUTANDE RESERVATIONER

Vi har i detta kapitel schematiskt gått igenom några typfall, som kan tänkas illustrera reaktionsmönstren vid införandet av en differentierad bolagsskatt. Redovisningen av förutsättningarna torde ha visat, vilken långtgående abstraktion de representerar. Meningen har heller inte varit att presentera statistiskt verifierbara handlingsmodeller. Ambitionen har inte sträckt sig längre än till att visa hur pass invecklad verkligheten kan vara och hur oenhetlig man kan räkna med att reaktionen blir på skatteförändringar, vilkas verkningar i förstone kan tyckas helt entydiga.

I det följande skall några problem tas upp, som ytterligare är ägnade att komplicera detta mönster. Det gäller främst den tidigare nämnda kontrast mellan formell och faktisk skattesats, som uppkommer när den skattepliktiga vinsten avviker från den »verkliga» (se härom kapitel 8).

Vi måste också klargöra på vilket sätt den differentierade bolagsskattens verkningar skiljer sig från verkningarna av en regel, som i motsvarande utsträckning lättar dubbelbeskattningen av utdelad vinst genom åtgärder på aktieägarsidan. (Härom mera i kapitel 7.)

Det är också uppenbart att en skattereforms verkningar kan påverkas av kapitalvinstbeskattningens utformning. Dennas samordning med bolagsbeskattningen har behandlats i kapitel 3. Även utskiftningsskatten och de åtgärder, som i annan form träffas för att säkra dubbelbeskattningen av vinstmedel, vilka på ena eller andra sättet överförs till aktieägaren, spelar en likartad roll i detta sammanhang.

För att inte ytterligare komplicera modellen har vi också gjort den radikala förenklingen att bortse från förmögenhetsskatten.

Vi kan inte heller komma ifrån möjligheten av att institutionella förändringar vidtas, som kan underlätta en något annan form av anpassning till skattereglerna än den vi här studerat. För att ta ett konkret exempel är det i princip tänkbart och praktiskt prövat att samma bolag för sin finansiering söker sig till skilda aktieägarkretsar genom att emittera såväl preferensaktier — vilka ger utdelning — som stamaktier, på vilka någon utdelning kanske överhuvudtaget inte ställs i utsikt. På det sättet kan man för samma bolags del utnyttja placeringsintresset både hos de utdelningsglada och de ackumuleringsvilliga grupperna. Våren 1967 har man på den svenska aktiemarknaden sett denna politik satt i system på sådant sätt att stamaktieägarna i ett bolag kommit i åtnjutande av en fondemission, varvid de fondemitterade aktierna utgjort preferensaktier. På det sättet kan man räkna med att även ett mellanskikt av aktieägare, med intresse både för utdelning och ackumulation, på litet sikt får sina intressen tillgodosedda, eftersom de kan behålla sina preferensaktier och lyfta utdelningen på dem. De för utdelning mindre intresserade aktieägarna kan i gengäld sälja undan fondaktierna och behålla sina stamaktier.

Det är väl inte säkert att ett systematiskt utnyttjande av fondemissionsreglerna genom årliga transaktioner av detta slag skulle kunna fortgå utan lagstiftarens ingripande. Den grundläggande tankegången bakom praxis att inte betrakta fondaktier som inkomst är ju den, att fondaktierna inte ger aktieägaren någon större andel i bolagets tillgångar än han haft förut, och att det kapital, som fondaktierna representerar, fortfarande är bundet i bolaget och därför inte bör anses som utdelat. Om man emellertid betraktar det som ett led i bolagets politik att fondemittera preferensaktier, kan det bli aktuellt att ompröva detta traditionella betraktelsesätt. Utgångspunkten skulle därvidlag vara att aktieägarna kunde förutsättas normalt avyttra sina fondaktier — självfallet ett antagande, som förutsätter undersökning av det faktiska förhållandet — och att förfarandet för den skull mer än fondemission av sedvanligt slag skulle likna en utdelning, likviditetsmässigt säkrad genom samtidig nyemission av aktier till en annan placerargrupp än den, som åtnjuter utdelningen. Det kan erinras om att enligt amerikansk rätt fondaktier visserligen normalt inte likställs med utdelning men likväl behandlas som sådan för den händelse aktieägaren kan välja mellan aktier och utdelning. Förhållandet är knappast helt detsamma i detta fall, men tillräckligt näraliggande för att man skall anta, att det här berörda förfarandet inte med säkerhet kan bli skolbil-

dande. Men det kan tänkas att en aktievinstbeskattning här anses erbjuda tillräckliga garantier mot missbruk. En annan form av institutionell modifikation av det studerade systemet tar sikte på att möjliggöra för olika aktieägargrupper att inom samma bolag utnyttja olika typer av utdelningspolitik, beroende på de egna, skattemässigt betingade preferenserna. Man kan vid en differentierad bolagsskatt tänka sig detta organiserat så, att för en kategori av aktier fondemission utgör en regelmässig metod att ge aktieägarna ett synligt bevis på de för deras räkning nedplöjda vinstmedlen medan för en annan kategori av aktieägare utdelning i förening med nyemission i realiteten ger ungefär samma resultat.

Bekvämast skulle det naturligtvis vara för bolagsledningen om ett sådant system kunde ordnas så, att aktieägarna fritt kunde välja antingen fondandelar eller utdelning plus teckningsrätter. Det är emellertid knappast rimligt att med det amerikanska exemplet för ögonen förutspå någon mera betydande livslängd för ett system, enligt vilket aktieägarna tillerkändes en individuell valrätt innefattande utdelning som alternativ till fondaktier. Antingen skulle nämligen utdelningen anses given under så hårda villkor i fråga om samtidig nyteckning, att den komme fondemissionen nära, eller också skulle villkoren inte vara så snäva, i vilket fall en omtydning av fondemissionens innebörd för de aktieägare, som valt fondaktier, skulle vara den från fiskalisk synpunkt naturliga vägen.

Det vore emellertid tänkbart att lagstiftaren själv sökte en förmedlande lösning på problemet, som skulle möjliggöra ett tillvaratagande av en relativt gynnsammare behandling av utdelad vinst även om vinsten plöjdes tillbaka i bolaget. Det är emellertid uppenbart att en sådan tanke står dåligt i överensstämmelse med idén att främja utdelning för att därmed underkasta de utdelade medlen »the test of the market», innan de återinvesteras i det utdelande eller något annat bolag. Skall man ge skattelättnad som för utdelad vinst åt vinstmedel, som utdelas under bindande villkor att de återinvesteras genom förvärv av nyemitterade aktier, kan detta väl motiveras som en lättnad i eller ett upphävande av dubbelbeskattningen, men däremot inte som en stimulans av utdelning som sådan.<sup>1</sup>

Tekniskt sett förefaller det som om en lättnad i dubbelbeskattningen av denna karaktär lättare skulle åstadkommas genom åtgärder på aktieägarsidan

---

<sup>1</sup> Ett radikalt förslag, motiverat främst från skatteförmågesynpunkt, har framlagts av de australiska ekonomerna Downing m. fl. [1964]. Tanken är att förutom en 25 %-ig generell bolagsskatt lägga en ytterligare skatt på den outdelade vinsten med den högsta marginala procentsats som är tillämplig för någon aktieägare (enligt förslaget 66⅔ %). Bolaget skulle kunna undgå denna beskattning genom utdelning, i vilket fall aktieägarna skulle betala full inkomstskatt. Men för att säkra sitt finansieringsbehov skulle bolaget ha rätt att i stället låta utdelningen ta formen av skattepliktiga fondaktier.

Självfallet måste man mot ett sådant förslag rikta den användningen att aktieägarna knappast blir särskilt trakterade av att få skatta för värdet av fondaktier, som kanske bara kan realiseras med kursförluster. Jfr Parsons [1967], s. 29 f. Detta behandlas utförligare på s. 172 f.

av det slag, som numera exemplifieras av det franska systemet, och som föreslagits till fullt genomförande i den kanadensiska skattelagskommissionens rapport av 1967. Det blir tillfälle att diskutera dessa frågor mera ingående i kapitel 7, som tar upp innebörden av detta system.

Vidare kan det vara skäl att erinra om att den differentierade bolagsskatt, som behandlats i detta kapitel, avser en differentierad behandling av till beskattning redovisad vinst. Om vad som motsvarar företagsvinst i realiteten kan tas ut från bolaget i form av lön till aktieägare-företagschef, blir resultatet, som antytts i ett tidigare avsnitt (s. 162), i princip likartat med ett system av helt differentierad bolagsskatt. En närmare analys visar likväl skiljaktigheter. Sålunda kan besparade vinstmedel i bolaget inte påräknas bli utdelade under lika gynnsamma villkor som den direkt under rubriken lön överförda vinsten. Härvidlag är emellertid skillnaden kanske snarast formell, eftersom ett system med differentierad bolagsskatt enligt vad vi tidigare berört normalt knappast konstrueras på sådant sätt, att man i efterhand skall kunna utnyttja skattelättnad för utdelad vinst i form av restitution av redan inbetald skatt. Mera betydelsefullt är det att den de facto-befrielse från dubbelbeskattning, som familjeföretags ägare åtnjuter så länge de är företagschefer, inte är permanent utan består bara så länge rollen av aktieägare och verkställande direktör kan förenas. Därför är den latent utskiftningsskatteskulden, som kan belasta framtida vinstmedel, mera vägande än den omedelbara skatteskuld av detta slag, som man räknar med på de vinstmedel det omedelbart går att disponera över som lön. En företagsägare kan ju, om olyckan är framme, bli ur stånd att leda sitt företag. Hans arvingar kan sakna intresse eller förmåga. De kan också vara tillräckligt många för att det skall bli omöjligt att driva företaget vinstlöst genom hög avlöning till någon enstaka bland dem.

Även om reglerna för familjeföretagsägarers avlöning därför i rörelsedrivande bolag kan synas väl ägnade att erbjuda en mjuk övergång mellan en de facto enkelbeskattad status och positionen som dubbelbeskattat bolag, är det uppenbarligen inte så att dessa regler för familjebolagens planering kan sägas spela exakt samma roll som en regel om differentierad bolagsskatt skulle göra.

Men samtidigt är det just för familjebolagens del, som det kan vara särskilt svårt att utnyttja en differentierad bolagsskatts fördelar. Det fonderingstväng som en redovisad utdelning enligt gällande bolagsrätt för med sig, torde — om utdelningsbenägenheten skulle vara densamma — oftare aktualiseras för de mindre bolagen med deras i allmänhet lägre ålder än för de stora bolag, som hunnit tillräckligt långt i sin konsolidering för att avsättningar till reservfond och skuldregleringsfond skall vara onödiga. Ju svagare den finansiella basen är för ett företag, desto sämre blir dess möjligheter att dela ut av sin vinst. Det kan vara värt att i det sammanhanget notera den skillnad i behandlingen av stora och små bolag, som den tyska differentierade bolagsskatten erbjuder. En något lindrigare skattebehandling av den ackumulerade vinsten får enligt den tyska regeln köpas med en betydligt högre skattesats tillämpad på utdelad

vinst. I stället för 51–15 är skatterelationen 49–26. Kanske bör det också hållas i minnet, att bland invändningarna mot den 1927 avskaffade s. k. B-skatten just denna relativt hårdare belastning av de minst bärkraftiga företagen spelade en viktig roll.

Om vi därför vill diskutera effekterna av en differentierad bolagsskatt är det knappast tillräckligt att differentiera uteslutande efter aktieägarnas alternativplaceringar och marginals katteläge. Man måste också ta i beaktande vilka faktiska utdelningsmöjligheter, som de berörda företagen kan räkna med.

Slutligen en reservation till den typ av resonemang, som framförts i detta kapitel: Vi har resonerat med utgångspunkt från en modell, som inte ger uttryck för de konventioner och planeringsschabloner, som existerar på detta område. Det finns flera reservationer med detta innehåll i texten. I detta sammanhang är det skäl att understryka dem. »The economic man» är i regel en fiktion. Och »the economic shareholder» skulle till och med om han existerade i sinnevärlden ha fullt rationella skäl att anpassa sitt beteende efter de handlingsmönster, som den mindre rationellt tänkande, mera konventionella majoriteten av aktieplacereare agerar efter.

Ändå är en analys av det slag vi företagit inte utan intresse. Konventionerna förskjuts efter hand. Den som under det senaste decenniet följt handelssidornas företagsanalyser kan inte ha undgått att få intryck av hur värderingsmönstren ändrats i allt mer realistisk riktning, från en värdering huvudsakligen efter utdelning till värderingsmetoder, som i högre grad tar sikte på företagets avkastningsförmåga. Om en teoretisk modell för aktieägarnas agerande är missvisande i dag, kan den kanske ändå ha sitt värde som en fingervisning om hur utvecklingen kan tänkas te sig i framtiden, om inte lagstiftaren griper in och förändrar den institutionella ramen.

# Skattedifferentiering på aktieägarsidan

## METODENS INNEBÖRD

Lättnader i dubbelbeskattningen genom differentierad bolagsskatt (metod D i kapitel 2, s. 48) skiljer sig från skattelättnader på aktieägarsidan, främst genom att den senare metoden i högre grad gör det möjligt att differentiera mellan olika kategorier av utdelningsmottagare, t. ex. bolag och enskilda, utländska och inhemska skattskyldiga och skattefria subjekt.

Om dubbelbeskattningen helt lyfts av, kan detta vid anlitan­de av metoden med differentierad bolagsskatt uttryckas så, att  $u$ , som betecknar bolagsskatten på utdelad vinst, är 0. Motsvarande åtgärd, om den företas på aktieägarsidan, innebär i princip, att den personliga inkomstskattesatsen,  $i$ , tillämpas på bruttoutdelningen, alltså hela det för utdelning disponerade vinstbeloppet före bolagsskatt  $d/(1-b)$ , och att avräkning sker från aktieägarnas på utdelningen belöpande skatt med  $(bd)/(1-b)$ , där  $b$  motsvarar bolagsskattesatsen och  $d$  nettoutdelningsbeloppet. Räknar man fram den sammanlagda skattesatsen på den för utdelning disponerade bruttovinsten, blir den i båda fallen lika med  $i$ . Vill bolaget disponera hela sin vinst,  $pK$ , dvs. avkastningen  $p$  gånger det insatta beloppet för utdelning, blir skatten med andra ord i det förra fallet 0 för bolaget,  $ipK$  för aktieägarna, i det senare fallet  $bpK$  för bolaget och  $[(i-b)(1-b)pK_0]/(1-b)$  för aktieägarna, alltså sammanlagt likaledes  $ipK$ .

Betraktar vi den differentierade bolagsskatten från synpunkten av dess inverkan på företagets utdelningspolitik, blir det uppenbarligen en skillnad i kalkylen beroende på huruvida den utdelade vinsten återförs till bolaget i form av kapitaltillskott eller innebär en definitiv likviditetsförlust för bolaget. I förra fallet kan man räkna med att utdelning från bolagets synpunkt ställer sig billigare, så snart  $(1-i)(1-u) > (1-b)$ , dvs. vid skattesatsen  $u=0$  så snart  $i < b$ . Tar man aktieägarnas skattevillkor med i beräkningen, kan det ytterligare tillfogas, att kapitaltillskottet ökar den vid förekommande aktievinstbeskattning avdragsgilla anskaffningskostnaden för aktierna. Ju aktuellare

en sådan skatt är, desto närmare rycker möjligheten av att utdelning och tillskott, trots en omedelbart något högre skattebelastning än med skattesatsen  $b$ , likaledes kan te sig gynnsammare. Räknar bolaget däremot med att utdelningen skulle innebära en definitiv likviditetsförlust, blir samma jämförelse mellan belastningen hos bolaget och motsvarande belastning hos aktieägarna ointressant från bolagets synpunkt.

Ställer vi på samma sätt alternativen utdelning och ackumulation emot varandra i ett system, där det är aktieägarna som åtnjuter en lättnad i inkomstskatten på utdelning motsvarande den på utdelningen belöpande bolagsskatten, är det uppenbart, att det bara är när  $i > b$ , som utdelning och efterföljande tillskott medför en högre skattebelastning än ackumulation inom bolaget. På samma sätt gäller alltså i detta fall, att det lönar sig att dela ut vinst och återföra den till bolaget som tillskott, så snart  $i < b$ , liksom även i de fall en eventuellt något högre inkomstskatt för aktieägarnas del kompenseras av ett förbättrat ingångsvärde för aktierna.

Men det är ingalunda klart att alla aktieägare frivilligt väljer att låta de utdelade medlen gå tillbaka. Finner en del av aktieägarna utdelning i förening med tillskott mindre lockande än ackumulation, kan det bli frågan om en avvägning mellan deras intressen och andra aktieägares, huruvida man skall tillgripa en sådan åtgärd.

Kan man räkna med att aktieägarna enhetligt befinner sig i det läget, att de kan antas ställa sig neutrala eller positiva till utdelning i förening med tillskott, kan anordningen likväl möta bolagsrättsliga hinder. En utdelning är nämligen inte alltid tillåten med hela det redovisade vinstbeloppet. Det är emellertid tänkbart att konstruera skatten på sådant sätt, att all redovisad vinst i skattehänseende bokförs som utdelad och tillskjuten, samtidigt som bolaget genom tillskotten garderar sig mot att bryta mot aktiebolagslagens utdelningsregler.<sup>1</sup> Skillnaden mellan ett sådant förfarande och behandling som

---

<sup>1</sup> Det kanadensiska förslaget av 1967 bygger på denna tanke. Samma idé går igen också i det (s. 168) nämnda australiska förslaget, som emellertid lägger differentieringen på bolagsidan. Författarna, ett team tillsatt av Social Research Council of Australia (Downing, m. fl. [1964]) tänker sig en radikal omgestaltning av bolagsbeskattningen i den formen, att en 25 %-ig bolagsbeskattning av traditionellt slag, alltså på all vinst, kombineras med en tilläggsskatt motsvarande den högsta marginalskatten i den personliga inkomstskatteskalen, 66⅔ %, lagd på outdelad vinst efter skatt. Om man förutsätter samma behandling av frågan om »skatt på skatten», som vi har tänkt oss, motsvarar detta en differentiering som här uttryckts med  $a = 25\%$ ,  $b = 75\%$ . Ackumulation av redovisad bolagsvinst förutsätts i detta förslag inte längre förekomma. I stället kommer bolagen enligt förslaget att företa beskattade fondemissioner, med andra ord nyemission i förening med sådan utdelning, som kan finansiera inbetalningen för de nya aktierna. Tanken är, att bolagen skall se till att aktieägare med normal marginalskatt skall få tillräckligt mycket utdelning utöver vad som går åt för de nya aktierna för att kunna bestrida skatten på utdelningen.

Med detta förslag anser sig författarna ha undanröjt behovet såväl av den nu gällande, australiska extraskatten på viss del av fåmansbolags outdelade vinster som av en kapitalvinstskatt på aktier.

Det är enligt författarna nödvändigt att vid genomförandet av ett sådant förslag företa

handelsbolag (metcd B, kapitel 2 s. 45 f) ligger i princip endast i att det blir hos bolaget och inte direkt hos aktieägarna, som ändringar av bolagets skattemässiga inkomstberäkning kommer till uttryck.

Är bolagsledningen osäker om aktieägarnas vilja att åter tillskjuta utdelad vinst, kan två alternativ tänkas. Ett är att tvångsmässigt bokföra som utdelning ett belopp, som tillgodoförs aktieägarna i form av nya aktier, uppstämpling av de gamla eller helt enkelt ett kvitto på tillskott. Ett sådant förfarande skulle visserligen representera en nyhet i svensk aktiebolagsrätt. Några oöverstigliga civilrättsliga hinder skulle det likväl knappast möta.

Ett annat alternativ är att tills vidare underlåta utdelning och betala bolagsskatten. Aktieägarna kan påräkna att den innehållna vinsten så småningom delas ut, och att de då kan tillgodoräkna sig den på den sålunda utdelade vinsten belöpande bolagsskatten i avräkning mot deras egen inkomstskatt.

Det är speciellt i detta sistnämnda hänseende, som man kan tala om en skillnad mellan systemet med differentierad bolagsskatt och ett system som ger aktieägarna reduktion i skatten på utdelning motsvarande därpå belöpande bolagsskatt. Om detta sistnämnda system tillämpas konsekvent, finns det nämligen inte något skäl att betrakta utdelning utöver årets vinst på något annat sätt än sådan utdelning, som ryms inom årsvinsten. Den enda svårig-

---

speciella åtgärder för att undvika, att utdelningar stannar kvar inom koncerner. Sannolikt, ehuru det inte framgår explicit, har man i det sammanhanget tänkt sig någon motsvarighet till den tyska Nachsteuer. På motsvarande sätt har man också uppfattningen att en höjning måste ske av kupongskatten på utdelningar till utrikes mottagare. Medan denna nu uppgår till 30 %, där dubbelbeskattningsavtal saknas, och 15 % i de få fall där sådant avtal föreligger, vore en höjning till 40 % respektive 20 % behövlig — en uppfattning, som i och för sig också motsvarar vad man kommit fram till i Tyskland.

Naturligtvis finns det anledning att från traditionellt civilrättsliga synpunkter rikta vissa betänkligheter mot ett system av detta slag. Det är exempelvis inte möjligt att bygga upp en lagligt föreskriven skuldregleringsfond, om alla vinstmedel går till utdelning. Inte heller går det att täcka balanserade underskott för tid, för vilken förlustutjämningsreglerna inte kan användas. Konsekvenserna av förslaget förefaller också ogynnsamma för deras del, som åtnjuter äganderätten till aktier, där andra har rätten till avkastningen — men i deras fall kan man sannolikt se en ännu större orättvisa i motsatt riktning, vad det nu gällande systemet angår.

Rent teoretiskt är förslaget emellertid intressant bl. a. därför, att det kan förutsättas att ingen aktieägare befinner sig i en sådan skattesituation, att han i valet mellan å ena sidan ackumulation, å andra sidan utdelning och nyemission, har anledning att preferera den förra. Medan vår modell i detta sammanhang kan vara ägnad att belysa situationen för aktieägare, vilka i princip skulle ha anledning föredra en mera liberal utdelningspolitik än den som bolaget faktiskt för, kan kombinationen av en stark differentiering av bolagsskatten och en förhållandevis moderat högsta marginalsattesats vid inkomstbeskattningen innebära, att man inte i något fall ställs inför den situationen, att vinst innehålles i ett bolag mot en aktieägars vilja att byta förfarandet mot utdelning i kombination med nyemission. Det är slående hur nära förslagen i praktiken ligger varandra, när det gäller totalbelastningen av utdelad respektive outdelad vinst. Den stora skillnaden ligger i att med det kanadensiska förslaget skatten under alla förhållanden tas ut där likviditeten finns, alltså hos bolaget, vilket gör hela förfarandet med beskattade fondemissioner etc. betydligt mer realistiskt än i det australiska förslaget.

heten härvidlag är att utdelningen i princip måste förutsättas emanera ur skattepliktiga vinstmedel.

En utvidgning av inkomstbegreppet för aktiebolagen till att genomgående inkludera kapitalvinst bör i det sammanhanget kunna bli aktuell. En utveckling i den riktningen kan för övrigt åtminstone att döma efter tendensen i senare tids skattelagstiftning kunna påräknas äga rum i Sverige helt oavsett reformverksamheten i avseende på bolagsvinsternas dubbelbeskattning. Skulle det likväl komma att finnas kvar utdelningsbara, skattefria intäkter, kan, som den franska lagstiftningen och det kanadensiska förslaget utvisar, en kompletterande skatt hos bolaget spela rollen som utjämnande faktor.<sup>1</sup>

Om å andra sidan en differentierad bolagsskatt tillämpas, kan en nedsättning av bolagsskatten, om den skall vara betydande, i praktiken knappast lika lätt medges för annan del av vinsten än den som ingår i beslutad utdelning för samma eller påföljande år. Det skulle i varje fall betyda ett väsentligt avsteg från de normer, som hittills brukat tillämpas vid differentierad bolagsbeskattning, om ett bolag skulle kunna få skatterestitution för utdelning utöver årsvinsten vid en senare tidpunkt. En differentierad bolagsskatt kan däremot tänkas konstruerad i den formen, att avdrag vid beskattningen medges för vinstutdelning. För att i efterhand kunna utdela tidigare års vinst med skatteprivilegiet i behåll krävs emellertid i ett sådant syfte åtminstone i princip också en utjämningsmöjlighet bakåt, alltså mot tidigare års vinst.

Denna motsättning mellan de båda metoderna kan synas förbryllande men behöver kanske likväl inte ses som något absolut nödvändigt inslag i bedömningen av dem. De former av straffbeskattning för vinstackumulation, som i Sverige exemplifieras med ersättningsskatten (kapitel 2 s. 34) och t. ex. i USA med skatten på ackumulerad vinst jämlikt Sec. 102 av 1939 års IRC — även vår utskiftningsskatts föregångare B-skatten bör nämnas i sammanhanget — har haft den konstruktionen, att straffskatten kunnat restitueras, om man i efterhand företagit utdelning utöver årsvinsten och därmed agerat i konformitet med vad lagstiftaren åsyftat med den särskilda skatten. Det vill emellertid synas som om en sådan regel visserligen läte sig förena med en statsfinansiellt mindre betydelsefull speciallagstiftning, avsedd att pressa företagen till ett visst agerande i frågan om utdelningspolitiken. Den vore däremot mindre lämpad att vara ett permanent element i bolagsskattesystemet, om den skulle medföra att bolagen genom utdelning utöver årsvinst kunde få en direkt hjälp i form av skatterestitution för att klara upp det egna likviditetsläget. Kontrasten mellan det skattemässigt gynnsammaste beteendet och det försiktigare agerande, som bolagsrättsligt förefaller lämpligast skulle med en sådan regel någon gång kunna bli för krass.

En ytterligare skillnad mellan de båda metoderna har att göra med behand-

---

<sup>1</sup> I själva verket rymmer det kanadensiska förslaget en ännu mera sofistikerad tanke, som går ut på att korrigera kontona för beskattad inkomst och (vid skattenedsättning) för inbetald skatt i bolagets räkenskaper så, att mer skatt inte tillgodoräknas aktieägarna än vad som faktiskt betalats. (*Report of the Royal Commission on Taxation*, 1967, IV s. 699 f.)

lingen av utdelning mellan bolag. Differentieringen på *bolagssidan* är visserligen mycket enkel, om den är hundra procentig, dvs. om  $u=0$ . I sådant fall kan man nämligen nöja sig med att behandla aktiebolags utdelningsinkomst som vilken annan inkomst som helst, och detta utan att någon kedjebeskattnings blir följden. Svårigheter uppstår först om lättnaden i dubbelbeskattningsen är partiell. Vill man nämligen i sådant fall undvika kedjebeskattnings genom att principiellt lämna bolags aktieutdelningar fria från skatt måste differentieringssystemet kompletteras, antingen så, att utdelning till andra bolag undantas från skattereduktionen hos det utdelande bolaget — en lösning, som avvisats för Sveriges del i prop. 17: 1967 — eller också så, att mottagande bolag beskattas för utdelning efter en skattesats motsvarande differensen mellan  $b$  och  $u$ . Som erfarenheterna av den tyska »Nachsteuer» visar, är det tekniska genomförandet av en sådan regel långt ifrån problemfritt.<sup>1</sup> Endast vid en mycket obetydlig differentiering kan man tänka sig en sådan oegentlighet i systemet som den nyligen i Österrike genomförda regeln, enligt vilken all utdelning behandlas lika hos utdelande bolag, samtidigt som mottagande bolag kan lyfta utdelning skattefritt enligt vanliga regler om »Schachtelprivileg».

Vid en differentiering på *aktieägarsidan* kan man också nöja sig med en mycket enkel lösning, så länge differentieringen sträcker sig så långt att dubbelbeskattningsen helt upphävs genom att på utdelning belöpande bolagsskatt i sin helhet krediteras aktieägaren. I sådant fall behövs det inte några som helst särbestämmelser för aktiebolags mottagna utdelningar. Om däremot differentieringen bara är partiell, förefaller den praktiska lösningen vara att låta bolagsskatten för mottagen utdelning utgå med precis så stort belopp som kan krediteras, eller, för att göra saken enklare, att låta utdelningsmottagande bolag slippa ytterligare skatt på mottagen utdelning efter precis samma normer som gäller vid nuvarande metod för att undvika kedjebeskattnings. Den lättnad i den slutliga dubbelbeskattningsen, som blir aktuell när utdelningsen flutit vidare till det utdelande (moder)bolagets ägare, bör dessa i en sådan metod få åtnjuta i form av en rätt att tillgodoräkna sig på utdelningsen belöpande bolagsskatt, oaktat denna inte erlagts av det bolag, varifrån utdelningsen lyfts, utan från det ursprungligen utdelande (dotter)bolaget. Kontentan av denna jämförelse synes vara, att anpassningsen erbjuder något mindre svårigheter vid en differentiering på aktieägarsidan än vid en differentiering på bolagssidan.

## METODENS BETYDELSE FÖR UTDELNINGSPOLITIKEN

Vad skulle då en nedsättning av aktieägarnas skatt på utdelning betyda för utdelningspolitiken i de olika fall vi diskuterat i kapitel 6?

Om vi tänker oss det extrema fallet, att all bolagsskatt belöpande på utdelad vinst krediteras aktieägaren mot skatten på i motsvarande mån uppräknad

<sup>1</sup> Se härom Lodin [1967]. Avd. II, s. 29 ff.

utdelning, skulle detta betyda, att utdelning i förening med tillskott skulle te sig lönsammare än ackumulation så snart  $i < b$ . Även om  $i \geq b$ , skulle, som antrytts på s. 171, en aktieägare med intresse för ingångsvärdet på aktierna vid kapitalvinstberäkning också kunna vara intresserad av sådan utdelning, eftersom den besparing som vinnas genom att det återinvesterade utdelningsbeloppet höjer ingångsvärdet kan framstå som mer betydande än merkostnaden i skatt för utdelning i stället för ackumulation. Är metoden så konstruerad, att det går att göra samma manöver, alltså utdelning i kombination med tillskott, under ett senare år, kan det dock i sådana fall te sig gynnsamt att vänta till dess en avyttring av aktierna förestår, och att då genom utdelning i kombination med tillskott höja ingångsvärdet till priset av en beskattning motsvarande endast mellanskillnaden mellan  $i$  och  $b$ .

Ju mera bolagsskatten  $b$  höjs för att kompensera skattelättnaden, desto starkare blir indikationerna för att öka utdelningarna på ackumulationens bekostnad. Om å andra sidan det är inkomstskatten  $i$  som höjs för att kompensera lättnaden i bolagsvinsternas dubbelbeskattning, är resultatet mindre entydigt. Det finns emellertid inget skäl att tro, att höjningen av  $i$  för detta ändamål skulle behöva vara lika betydande som sänkningen av den totala skatten på utdelad vinst. Därför har man fortfarande anledning anta, att en kompenserande höjning av  $b$  måste vara mycket större än en motsvarande höjning av  $i$ .

Om man bedömer det som praktiskt svårt eller omöjligt att organisera relationerna bolag-aktieägare så, att en utdelning kan förbindas med ett obligatoriskt kapitaltillskott till bolaget motsvarande utdelningsbeloppet — alltså den för utdelningen disponerade bruttovinsten med avdrag motsvarande bolagsskatten — är det inte längre lika självklart att räkna med skattekostnaden för utdelning plus nytillskott som ett alternativ till skattekostnaden för vinstnedplöjning. Finns det risk för »svinn» i form av aktieägare ovilliga att utnyttja dem tillkommande teckningsrätter, måste detta från bolagets begränsade synpunkt tas med som en minuspost i kalkylen. Skillnaden blir här betydande mellan en metod som gör nytillskottet frivilligt från aktieägarnas sida, och en metod som innebär tvång att delta i nyemissionen.

I och för sig kan man naturligtvis tänka sig, att nyemission i ett sammanhang av detta slag sker till sådan kurs, att från bolagets sida ingen ovisshet kan råda om emissionens framgång. Men värderar man transaktionen från aktieägar-synpunkt, kan distinktionen mellan ett tvångsmässigt och ett frivilligt tillskott ändå vara av betydelse, eftersom en nyemission till låg kurs kan innebära en urvattning av bolagets tillgångar, om teckningsrätterna och därmed också de gamla aktierna kommer att noteras lågt på grund av säljtryck från aktieägarhåll. En nedplöjning av outdelad vinst särskilt om den innebär utdelningssänkning kan visserligen också tänkas medföra ett likartat säljtryck från de aktieägares sida, som skulle föredragit en mera generös utdelning. Men erfarenhetsmässigt föreligger en viss psykologisk skillnad mellan en försäljning av gamla aktier och en avyttring av nya teckningsrätter. Även hos aktieägare,

som hellre skulle se utdelning än ackumulation, är motviljan mot försäljning av aktier säkert större än mot avyttring av teckningsrätter vid nyemission. Den kurstryckande effekten av emissionen bör därför allt annat lika bli mera betydande än motsvarande effekt, om man kan tala om en sådan, av att bolaget väljer att plöja ned vinsten i stället för att dela ut den.

Den kurstryckande effekten innebär å andra sidan, att nyanskaffning av kapital i vidare omfattning än vad enbart ett återkrävande av utdelningen innebär kommer att ställa sig relativt dyrbarare för bolaget än vad fallet skulle vara, om kurssättningen vore gynnsammare.

En jämförelsepunkt av intresse i detta sammanhang erbjuder den likviditetseffekt av en utdelning förbunden med nyemission, som uppkommer för aktieägare av olika kategorier. Om nyemissionen sker till sådan kurs, att vid  $i=b$  vad som inbetalas för aktierna exakt motsvarar vad som återstår av utdelningen efter skatt, kommer utdelningen att ge ett netto för aktieägare med  $i < b$ , och resultera i en likviditetsavtappning för aktieägare med  $i > b$ . Om  $b=50\%$  kommer med andra ord en aktieägare med  $i=25\%$  att få behålla 50% av nettoutdelningen jämte en aktie nyemitterad för ett inbetalt belopp motsvarande samma utdelning, medan å andra sidan en aktieägare med  $i=75\%$  för att få behålla samma aktie ur andra disponibla medel måste tillskjuta ett belopp motsvarande halva nettoutdelningen.

Det är kanske inte någon oförsiktig gissning, om man räknar med att en frivillig metod av detta slag kommer att administreras med hänsyn kanske främst till de aktieägarers intressen — om man har några — som skulle ha högre skatt på sin utdelningsinkomst än  $b$ . Det är ju rimligt att från bolagets synpunkt fästa större vikt vid deras bekymmer, som måste skjuta till likviditet, än vid deras intressen, som ändå bara skulle utnyttja likviditetstillskottet för egen räkning utan att bolaget som sådant skulle få något ut av det. Det kanadensiska förslaget drar den betydelsefulla konsekvensen härav, att den maximala marginalskatten för fysiska personer föreslås bli densamma som bolagsskatten, så att med andra ord situationen  $i > b$  aldrig inträder.

En betydelsefull roll i sammanhanget skulle de skatteprivilegierade stiftelserna spela. Skulle dessa kunna räkna med att få behålla sina privilegier efter en reform, och skulle det inte möta hinder för dem att disponera nettoutdelningsbeloppet jämte restituerad bolagsskatt för aktieteckning, vore ett samspel mellan aktiebolag och aktieäggande stiftelse en finansiell styrkefaktor av mycket stor betydelse för därav berörda bolag. Man bör emellertid lägga märke till att detta sammanhang inte ger uttryck för någon helig princip. I det kanadensiska förslaget har de skattebefriade stiftelserna föreslagits mista sin skattefrihet, såvitt angår utdelning på aktier i bolag där de äger minst tiondelen.<sup>1</sup> I Sverige vore det inte otänkbart att komma undan en väsentlig del av problemet genom en rigorös tillämpning av gällande regler om att i princip 80 % av inkomsterna skall gå till skattefrihetsgrundande ändamål för att en stiftelses skattebefrielse skall vidmakthållas.

<sup>1</sup> *Report of the Royal Commission on Taxation*, 1967, IV s. 134.

## METODENS INTERNATIONELLA KOMPLIKATIONER

En skillnad mellan de båda metoderna för lättnad i dubbelbeskattningen, differentierad bolagsskatt och skatteavräkning hos aktieägarna, vilken i internationella sammanhang påpekats särskilt från amerikanskt håll, avser behandlingen av utländska aktieägare. Det är uppenbarligen betydligt lättare att begränsa förmånerna av skatteavräkning för aktieägare till sådana, som är skattskyldiga för utdelningsinkomsten i bolagets hemland, än det är att effektivt begränsa verkningarna av den differentierade bolagsskatten till sådana utdelade vinster, som tillflyter i utdelningslandet skattskyldiga aktieägare.

Frågan är om detta är en styrka eller en svaghet. En styrka är det utan tvivel att kunna beskatta inhemska bolag vilkas utländska aktieägare åtnjuter frihet från inhemsk kupongskatt samtidigt som de till följd av domicillandets skatteregler är befriade från eller åtnjuter förmånliga beräkningsregler vid dess beskattning. Kan man vid en differentierad bolagsbeskattning inte göra någon form av spärr för återinvestering i bolaget av skattegynnade utdelningar till sådana ägare, kommer deras bolag att åtnjuta från konkurrenssynpunkt mindre önskvärda fördelar, som bolag med inhemska ägare inte åtnjuter.<sup>1</sup> En differentierad bolagsskatt förutsätter, som vi tidigare haft anledning att beröra, en förhöjning av kupongskatten för att i rimlig omfattning träffa aktieägare av den kategorin. Sverige har i särskilt hög grad svårigheter att företa en sådan förhöjning, eftersom vi har ett utomordentligt vittförgrenat nät av dubbelbeskattningsavtal och dessutom knappast står i en så stark förhandlingsposition i avseende på dessa avtal, att vi utan möda skulle kunna få igenom bestämmelser av det slaget.

En svaghet är det å andra sidan att ett skatteavräkningssystem tillgängligt endast för inhemska aktieägare kan framstå som diskriminerande mot utländska aktieägare i sådan skattesituation, att de skulle kunna åberopa samma skäl för skattelättnader som de inhemska aktieägarna. Här möter vi en komplicerad bild av olika jämförelsenormer. För det utdelande bolaget kan det te sig rimligt att kräva i princip likartad behandling av alla aktieägare för att inte utdelning i förening med nyemission skall te sig väsentligt mindre lönsam från utländska aktieägars synpunkt än från inhemska aktieägars. De utländska aktieägarna kan finna det rimligt, att den skattealkyl, som bestämmer kurssättningen på aktierna, skall vara gemensam åtminstone för alla aktieägare i likartat inkomstläge, oavsett om de är domicilierade i bolagets hemland eller utrikes. Men de utländska aktieägarnas hemstat kan för sin del anlägga den synpunkten, att aktieplaceringar i utlandet inte bör göras lönsammare än inhemska aktieplaceringar genom skatteprivilegier, som man inte är beredd att själv införa. En stat med denna attityd bör därför vara obenägen att låta detta slags lättnader slå igenom för deras del, som är bosatta i den egna staten men har aktieplaceringar i en stat, där dubbelbeskattningen av aktiebolag korrigeras genom avräkning på aktieägarsidan.

<sup>1</sup> I tysk diskussion talar man här om en »Ausländereffekt».

Det blir vid så skiftande jämförelsenormer lätt nog ovisst, vem som egentligen skadar vem. En stat, som för de egna skattskyldigas del lindrar dubbelbeskattningen, men behåller den för utlänningarna, gör sig till föremål för kritik från de utländska aktieägarnas sida, medan däremot dessas hemländer kanske känner sig mera tvekluvna i sin attityd. Ty visserligen kan det synas vara en nackdel från placerarens hemlands synpunkt, att hans investering i det andra landet får bära en relativt högre skatt än inländska placerares, men samtidigt är det möjligen också en fördel att investeringar i utländska aktier inte framstår som så lockande att de utövar press på den inhemska kapitalmarknaden. Det är ett välkänt problem på den internationella dubbelbeskattningens område, att internationella diskrimineringar väl kan önskas bort, men att internationella privilegier inte heller möter något allmänt gillande. Vad som är det ena eller det andra kan man tvista om.

I det kanadensiska förslaget räknar man med en klar åtskillnad i behandlingen av utdelning till inhemska och utländska aktieägare. Endast de förra får tillgodoräkna sig av bolaget inbetald skatt, medan de senare förutsätts bära en 15 %-ig kupongskatt, reducerad endast genom föreskrift i dubbelbeskattningsavtal. Det är uppenbart att reaktionen mot denna betydande åtskillnad i behandlingen av utlänningar och inhemska ägare kan bli stark på åtskilliga håll, även om den amerikanska reaktionen varit måttfull. De tekniska svårigheter, som är förbundna med att parallellt ha två olika system för behandlingen av aktieägare i samma bolag, är också avsevärda. Paraferingen i juli 1967 av ett nytt dubbelbeskattningsavtal mellan USA och Frankrike visar emellertid, att det skulle vara möjligt att övervinna den utlänningsdiskriminerande effekten av en differentiering på aktieägarsidan. I avtalet betraktas åtminstone för ett speciellt fall, den s. k. *précompte*, sådan bolagsskatt, som tillgodoräknas aktieägarna (*»avoir fiscal»*), som en skatt icke på bolaget självt utan i princip på aktieägarnas inkomst, med andra ord ett slags källskatteuttag. En motsvarande behandling av utländska aktieägare i kanadensiska bolag skulle radikalt kunna minska det diskriminerande elementet i den av den kanadensiska kommissionen föreslagna lösningen.

I detta sammanhang skall också beröras ett problem, som kan tänkas vara av betydelse för speciella företag med betydande internationell verksamhet. Det gäller situationen, när ett företag bedriver sådan verksamhet i utlandet, vars avkastning beläggs med utländsk skatt. Är den skatten högre än hemlandsskatten på utdelad vinst, kan bolaget, om det önskar utdela vinsten, vid differentierad bolagsskatt inte alltid tillgodoräkna sig hela den utländska skatten för avräkning mot den inhemska skatteskulden. Om däremot bolagsskatt tas ut med ett högre belopp, medan kreditering i stället sker hos aktieägarna med belopp motsvarande inhemsk bolagsskatt, är utsikterna större att den utländska skatten helt skall kunna utnyttjas till avräkning mot den inhemska.

En variation på problemet är den, att den utländska företagsvinsten genom dubbelbeskattningsavtal är befriad från inhemsk skatt. I sådant fall ger en dif-

ferentiering på bolagssidan inte något utslag alls — fast man naturligtvis kan se ett skäl att införa någon regel som bestämmer bolags rätt att i första hand anse på detta sätt friställd, utländsk vinst som nedplöjd och i stället utnyttja så mycket som möjligt av de inhemska vinstmedlen för den skattegynnade utdelningen. En differentiering på aktieägarsidan däremot, kan tänkas ta två olika former i detta fall. Antingen bedöms utdelningen utan vidare som vilken som helst utdelning av inhemsk vinst, varigenom aktieägarna ges en avräkning motsvarande den skatt som skulle tagits ut, om vinsten varit inhemsk. Eller också behandlas vinsten helt eller delvis enligt reglerna för skattefria inkomster, så att bolaget får betala in en skatt motsvarande skillnaden mellan den enligt normala regler faktiskt inbetalade skatten och den — högre — skatt som aktieägarna får sig tillgodoräknad som belöpande på utdelningen, för att aktieägarna sedan skall kunna få åtnjuta avräkning enligt normala regler. I sistnämnda fall möter självfallet den svårigheten, att inbetalningen av ett skillnadsbelopp av den karaktär det här är frågan om knappast låter sig förena med normala regler för ett enligt friställningsmetoden upprättat avtal. Å andra sidan förefaller det tveksamt, huruvida en stat verkligen genom dubbelbeskattningsavtal kan tänkas åta sig förpliktelsen att gottskriva och i vissa fall t. o. m. restituera till aktieägarna skattemedel belöpande på allenast i utlandet beskattad bolagsinkomst.

Det är väl knappast sannolikt att införandet av den ena eller andra typen av differentierad bolagsbeskattning skulle i avgörande grad påverkas av hänsyn till dessa onekligen speciella fall. Men det kan ändå vara värt att notera svårigheten, särskilt som den kan tänkas spela en växande roll med ökad internationalisering av företagsamheten.

Den nämnda svårigheten synes betydande, vare sig skilda stater stannar för olika bolagsskattesystem eller det blir en harmonisering. Om nämligen en stat tillämpar differentiering på bolagssidan, men endast för där domicilierade bolag och inte för utländska bolags fasta driftställen — detta är den tyska regeln — kan vederbörande utländska bolag i princip få svårigheter att utnyttja skatterna till den förra staten till avräkning mot sina skatter i hemlandet, om dessa också är differentierade på bolagssidan. Om de däremot är differentierade på aktieägarsidan uppkommer svårigheten i stället i den formen, att skatten på outdelad vinst i staten där driftstället är beläget kan vara högre än den skatt, som i bolagets hemstat tilläts gå i avräkning mot skatten på aktieägarna tillfallande utdelning. Därtill kommer den ytterligare vansklighet, som ligger i att tillgodoräkandet eller restitutionen skulle ske på grundval av en skattebetalning gjord till en annan stat och därför kan synas böra göras av den staten själv.

En effektiv harmonisering synes förutsätta, inte bara att berörda stater väljer samma system för lindring i dubbelbeskattningen, utan också en effektiv likställighet mellan in- och utländska bolag och placeringar. Den senare måste säkras, vid differentiering på bolagssidan genom att differentiering iakttas även för inskränkt skattskyldiga bolag, vid differentiering på aktieägarsidan genom att avräkning sker för erlagd bolagsskatt i vilken stat den än betalats, vare sig det blir den stat som beskattat bolagets vinst eller bolagets domicilstat som verkställer avräkningen.

# Skattedifferentieringen och skattekrediten

## PROBLEMET

I kapitel 6 har vi behandlat ett aktiebolags utdelningspolitik vid differentierad bolagsskatt under förutsättningen att företagsvinsten bara kunde beräknas på ett sätt, oavsett det ändamål för vilket vinsten används. Företagens investeringar förutsattes brutto före skatt avkasta  $p$ . Bolagsskatten har sedan antagits reducera denna avkastning till  $(1-b)p$  respektive  $(1-u)p$ , beroende på om vinsten behållits inom bolaget eller delats ut.

Denna förenkling gör naturligtvis våld på verkligheten. I praktiken måste vi räkna med att den i någon mening »verkliga» vinsten inte nödvändigtvis stämmer överens med den vinst, på vilken skatten beräknas. Om vi studerar hur företagsledningarnas beteende påverkas, är det de effektiva skattesatserna och inte de officiella skattesatserna  $b$  eller  $u$ , som är av intresse. Låt oss kalla de effektiva skattesatserna som ger uttryck för förhållandet mellan faktisk skatt och »verklig» vinst  $\underline{b}$  och  $\underline{u}$ . Distinktionen mellan  $b$  och  $\underline{b}$ ,  $u$  och  $\underline{u}$  blir naturligtvis mer betydelsefull ju mer företagsledningarnas uppfattning om vad som utgör den verkliga vinsten skiljer sig från den vinst, som beräknas för beskattningsändamål.

Ser vi förhållandet så, är det troligt att vårt skattesystem, enligt vilket officiellt  $b=u$ , reellt rymmer en differentiering i sådan riktning, att  $\underline{b} < \underline{u}$ . Skälet till denna gissning är, att de möjligheter skattelagarna öppnar till bildandet av dolda reserver i vissa slag av anläggningstillgångar liksom i varulager m. m. kan antas medföra, att den redovisade vinsten normalt kan understiga den teoretiskt »riktiga». Tillvaratagandet av dessa möjligheter förutsätter vanligtvis att den vinst som förvandlas till dolda reserver innehålls i bolaget, varför avvikelserna mellan verklig och redovisad vinst i första hand kan förmodas ägnad att medföra, att  $\underline{b} < b$ .

I tydlighetens intresse kan här anmärkas, att läget skulle kunna vara mindre entydigt, om det bolagsrättsligt vore möjligt för ett företag att använda sin verkliga vinst till bildandet av dolda reserver och samtidigt låna till utdelning.

En sådan politik är emellertid möjlig endast om det finns tidigare framtagna, i bolaget behållna vinstmedel att ta av.

Det måste också klargöras, att vad vi här kan tänkas förstå med  $\bar{b}$  respektive  $\underline{u}$  inte kan vara den skatt i förhållande till verklig vinst, som utgår det år den dolda reserven bildas. Snarare borde man, om det alls skulle vara någon mening med att i detta sammanhang använda  $\bar{b}$  och  $\underline{u}$  som operativa begrepp, definiera dem som tidsvägda genomsnittstal för skatten i förhållande till verklig vinst under en tidsperiod, som inkluderar både bildandet och — om den inte förutsätts evig — upplösandet av en dold reserv. Om vi bortser från de komplikationer, som följer med en sådan definition, vore  $\bar{b}$  respektive  $\underline{u}$  från den synpunkten lättast att definiera så, att restkvoterna  $(1 - \bar{b})$  och  $(1 - \underline{u})$  skulle motsvara förhållandet mellan internräntorna efter och före skatt vid ackumulation respektive utdelning. I det följande skall denna problematik behandlas närmare.

Om vi med en viss generalisering kan tala om en åtskillnad mellan den reella skattebelastningen och den nominella till den förras förmån, såvitt avskrivningsreglerna angår, skulle det å andra sidan kunna påstås att denna företeelse motverkas genom att inkomstberäkningen för beskattningsändamål följer en nominalistisk princip. Vid fallande penningvärde kan nämligen beskattningen av denna orsak bli högre än vad som skulle gällt, om skatten beräknats på grundval av en från valoristisk synpunkt »riktig» inkomstberäkning. Det finns också skatteregler, som helt bortsett från frågan om penningvärdesförändringarna kan sägas ofördelaktigt avvika från gängse principer för en »riktig» inkomstberäkning. Till dem brukar i Sverige hänföras reglerna angående värdeminskingsavdrag för byggnad, naturligtvis därvid med undantag för sådana byggnader, som kunnat finansieras med hjälp av investeringsfonder. Hit hör också de regler, enligt vilka värdeminskingsavdrag inte tillåts för grundförbättring och markanläggningar.

Det är därför knappast möjligt att göra någon för alla företag giltig, allmän utsaga ens om i vilken riktning den faktiska skattebelastningen med nu gällande skattesystem avviker från den formella. Själva frågan kan för övrigt betraktas som ofruktbar med hänsyn till svårigheten att nå fram till en godtagbar formulering av vad som bör kallas för den »verkliga» vinsten.<sup>1</sup>

Även om det inte går att göra något generellt påstående om relationen mellan reell och nominell skattebelastning, är det tänkbart att de avvikelser, som äger rum, ändå kan ha en ensidig verkan på det inbördes förhållandet mellan  $\bar{b}$  och  $\underline{u}$ . Anledningen härtill är, att om den skattemässigt redovisade vinsten överstiger den »verkliga» detta i lika hög grad skulle kunna vara förhållandet, vare sig vinsten används för ackumulation eller utdelning. Med andra ord kan man tänka sig, att i detta speciella fall  $(\bar{b}/b) = (\underline{u}/u) > 1$ . Men som tidigare antytts torde i realiteten skattekreditmöjligheternas egenskap att i princip förutsätta vinstackumulation bidra till att i ett läge, där  $\bar{b}/b < 1$ , relationen  $\underline{u}/u$  kan tänkas vara en annan, mindre fördelaktig och att alltså när  $u = b$ , sam-

<sup>1</sup> Betr. denna fråga jfr t. ex. Andersson [1962] kap. I och P. Hansen [1962].

tidigt  $u > \underline{b}$ . Även om därför avvikelserna mellan reell och nominell vinst skulle tendera att ta ut varandra, är det därför möjligt, att en viss vinstackumulation främjas genom erbjudna skattekreditmöjligheter.

Vi skall i det följande granska de här antydda problemen från två synpunkter. Den första gäller hur modellen för utdelningspolitiken påverkas av förekommande differenser mellan  $b$  och  $\underline{b}$ ,  $u$  och  $\underline{u}$ . Den andra synpunkten har avseende på frågan hur en differentiering av bolagsbeskattningen i avseende på de formellt gällande skattesatserna  $b$  och  $u$  skulle kunna påverka bolagens värdering av förekommande skattekreditmöjligheter.

Denna till synes enkla problemfixering rymmer ett otal variationer, som gör stoffet tämligen besvärligt att överblicka. Vi har i kapitel 6 nöjt oss med att studera valet mellan utdelning och vinstnedplöjning under den enkla förutsättningen, att all vinstnedplöjning lämnar lika stor avkastning, och att denna avkastning oberoende av investeringens art beskattas med för all avkastning lika höga skattesatser, differentierade endast efter om vinst använts för utdelning eller innehållits i bolaget. Nu däremot står valet mellan utdelning och investering, varvid inte endast skattesatendifferentieringen blir en påverkande faktor, utan dessutom avskrivningsreglerna, vilka vid samma skattesats kan ge två före skatt likvärdiga investeringar olika lönsamhet, mätt efter skatt.

Ett företag kan alltså stå i en dubbel valsituation vis-à-vis ett investeringsprojekt: Det måste först och främst gradera sina aktuella investeringsprojekt under hänsynstagande till såväl deras förväntade lönsamhet som de skattekreditmöjligheter som projekten erbjuder. Först därefter kan valet mellan utdelning eller ackumulation ske. På det sättet kan det tänkas, att ett företag, som vid överensstämmelse mellan skattesatserna  $b$  och  $\underline{b}$ , dvs. mellan officiell och reell skattebelastning på nedplöjd vinst, skulle ha prefererat utdelning framför ackumulation, av skattekreditmöjligheterna vid en investering föranleds att välja ackumulation och därmed plöja ned vinsten i stället för att låta den gå till utdelning.

I den följande diskussionen skall vi göra den förenklingen, att avvikelserna mellan reell och nominell skatt uteslutande antas ske nedåt. Det blir med andra ord enbart fallen av skattekredit som behandlas, medan de fall, där skatteredovisningen lämnar en högre vinst som resultat än den »verkliga», lämnas åsido.

Som jämförelsenorm kommer att användas antagandet att avskrivningarna är i viss mening »riktiga». För att förenkla resonemanget utgår vi därvid från att en investering ger konstanta bruttoöverskott under sin livslängd, vilket medför att de i vår mening riktiga avskrivningarna enkelt kan räknas fram enligt annuitetsmetoden.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Ett »neutralt» skattesystem kan man tänka sig definierat så att internräntan före skatt,  $p$ , reduceras i proportion till skattesatsen och alltså netto efter skatt blir  $(1-t)p$ . Endast därigenom säkras nämligen, att två investeringar, som rangordnats efter internräntan, får samma rangordning även efter skatt. Forts. nästa sida.

Denna jämförelsenorm skulle emellertid vid en numerisk precisering komma att framstå som sakligt missvisande. I praktiken torde det nämligen oftast vara så att en investerings förväntade bruttoöverskott beräknas vara störst under de närmast liggande åren. Teknisk utveckling, ökande konkurrens, smakförändringar m. m. kan under de senaste perioderna av en investerings livslängd förväntas verka nedsättande på dess lönsamhet. De av oss valda korrekta avskrivningarna enligt annuitetsmetoden gör alltså inte anspråk på att annat än i undantagsfall vara de i praktiken ekonomiskt korrekta avskrivningarna. Verkligheten kräver ofta en snabbare avskrivningstakt. De följande exemplen bör därför ses som skisser gjorda utifrån vissa speciella förutsättningar, endast ägnade att illustrera och belysa skattekreditfinansieringens problematik utifrån denna utrednings frågeställningar.

---

Edwards [1961], s. 46–140, betraktar som »riktig» (consistent) den avskrivningsmetod, hur den än i övrigt må vara beskaffad, som under hela investeringsperioden låter det skattemässigt bokförda värdet förräntas med internräntefoten. Samuelson [1964], s. 604 ff, anlägger motsvarande betraktelsesätt, liksom Johansson [1961] kap. 10.

Om de skattemässigt tillåtna avskrivningarna avviker från de i denna mening riktiga avskrivningarna, kan resultatet bli att internräntan efter skatt kommer att avvika från  $(1-t)p$ . Edwards finner sig i detta läge böra mäta skattebesparingen genom accelererade avskrivningar — ändringen i »after-tax profit rate» — i förhållande till bokvärdet av tillgångarna sådant detta skulle ha varit, om riktiga avskrivningar tillämpats (s. 131 f). Med detta slags resonemang kommer han fram till ganska egendomliga resultat.

Således visar han, s. 92 ff, att ett företag, som inte växer, kan tillämpa vilken avskrivningsmetod som helst, utan att detta påverkar dess »profit rate». Det enda undantaget är en avskrivning med mer än 100 % av anskaffningskostnaden. Argumentet är naturligtvis korrekt i den meningen, att ett stationärt företag alltid avskriver lika mycket som kostnaden för reinvestering, under förutsättning att denna bedrivs kontinuerligt. Om det bokvärde, till vilket profit rate hänför sig bestäms oberoende av skatte- och avskrivningsregler, är därför Edwards sats riktig. Men den är ointressant, eftersom den inte ger utrymme för den skillnad i reellt uppoftat belopp, som råder mellan ett företag, vars investeringar delvis finansierats genom skattekredit, och ett företag, vars investeringar inte får avskrivas i raskare takt än som motsvarar de »riktiga» avskrivningarna.

Det vore emellertid möjligt att få med hänsynen till denna differens under bibehållande av Edwards attityd, om man ryckte in i resonemanget inte endast företagets situation i det stationära läget, utan även utvecklingen fram till detta, alltså under en period av tillväxt. Om man kalkylerar med den skattelättnad accelererade avskrivningar ger ett företag under tillväxtperioden, och därvid beaktar också den skattelättnad som används för investering och inte för utdelning till aktieägarna, är det nämligen riktigt att mäta räntabiliteten på grundval inte endast av det ursprungliga för den första investeringen uppoftade beloppet utan även de medel, som använts för investering av den på detta sätt kalkylerade vinsten. Om vi emellertid vill utjämna internräntefoten över dessa två perioder, tillväxtfasen och det stationära läget, kommer vi inte fram till något entydigt resultat utan finner, att internräntefoten efter skatt i olika grad kommer att avvika från internräntefoten före skatt, beroende på var man lägger blickfältets horisontlinje. Ju längre bort denna läggs, desto närmare kommer man emellertid, inte till det läge, som med Edwards uppläggning råder i den stationära fasen, men väl till det läge, som råder, när nettoöverskottet efter skatt sätts i relation till det ursprungligen uppoftade beloppet.

## SKATTEKREDITENS VÄRDE VID ENHETLIG BOLAGSSKATT

### *Olika typer av skattecredit*

Som Sven-Erik Johansson utförligare klargjort kan skattecreditens inverkan på företagens kalkyler variera bl. a. mellan vad som med hans terminologi kallas återanskaffningsfallet och icke-återanskaffningsfallet. (Johansson, [1961], kap. 7.) Utan att gå in på hans kalkylmetoder — vi skall återkomma till dem i andra sammanhang — kan det för vårt ändamål vara rimligt att ställa upp en kategoriindelning mellan vad som kan kallas temporär skattecredit, permanent skattecredit respektive växande skattecredit.

Exempel på en temporär skattecredit är i första hand icke-återanskaffningsfallet. En erhållen skattecredit blir i detta fall efterhand återbetalad i den formen, att avskrivningarna, som varit stora i början, blir desto mindre i fortsättningen. En temporär skattecredit är i viss mening också förhanden, när i ett återanskaffningsfall reinvesteringen äger rum intermittent. Under tiden fram till nästa återanskaffningstillfälle kan i detta fall skattecrediten helt eller delvis hinna återbetalas i form av mindre värdeminskningssavdrag än vad som skulle medgivits vid ekonomiskt »riktiga» avskrivningar under dessa senare perioder. Utan tvivel är det den temporära skattecrediten som föresvävat de sakkunniga, vilka rubricerat skattecrediten som en ekonomiskt oväsentlig eller i varje fall mindre väsentlig företeelse med argumentet att det ju i alla fall inte varit frågan om något slutgiltigt efterskänkande av skatten.

En i praktiken permanent skattecredit blir det å andra sidan frågan om i de fall, då reinvestering kan ske kontinuerligt. Med detta menas i det här sammanhanget, att de »riktiga» avskrivningar, som belöper på den skattemässigt redan avskrivna investeringen, till sitt belopp skall motsvaras av skattemässigt avdragsgilla avskrivningar på nya tillgångar på ett sådant sätt, att skattecrediten hålls permanent. I ett sådant fall behöver de årliga värdeminskningssavdragen i och för sig inte vara större än vad som skulle medges även vid en ekonomiskt »riktig» avskrivningstakt. Men som bl. a. Västhammen [1953] visat betyder detta naturligtvis inte, att skattecrediten i detta fall skulle vara obefintlig. I själva verket har skattecrediten här den innebörden, att den egna kapitalinsatsen hela tiden kunnat hållas lägre än den skulle behövt vara, om värdeminskningssavdragen, då rörelsen befann sig i ett expansivt stadium, skulle ha inskränkts till vad som motsvarat en ekonomiskt »riktig» avskrivningstakt.

På motsvarande sätt permanent är den skattecredit, som kan uppnås genom varulagernedskrivning. Det är först när lagret går ner, som en återbetalning kan tvingas fram och skattecrediten sålunda bli temporär. För de fall, då en varulagernedgång har allenast tillfällig karaktär, har den svenske skattelagstiftaren för övrigt öppnat vissa möjligheter att undgå en sådan effekt, nämligen genom lagstiftningen om s. k. eldsvådefonder och genom den »första supplementärregeln» i 1 p. anv. t. 41 § KL.

En växande skattecredit, slutligen, kan komma i fråga, så länge ett företags aktiva befinner sig i tillväxt, alltså när varulagrets värde ökar eller när investe-

ringarna går utöver enbart sådan reinvestering, som krävs för vidmakthållande av anläggningskapitalet. Även företag med konstant kapitalutrustning kan tänkas utnyttja en växande skattekredit, nämligen i sådant fall, då en tillgång ersätts av en annan tillgång, för vilken gällande avskrivningsregler är gynnsammare i förhållande till den »riktiga» avskrivningstakten. På samma sätt kan naturligtvis övergången till en sådan kapitalutrustning, för vilken avskrivningsreglerna är ogynnsamma, göra en skattekredit temporär.

### *Skattekreditens värde*

Inledningsvis skall vi nu söka ett uttryck för skattekreditens värde vid en enhetlig skatt. Detta blir snarast att se som en metodisk förberedelse för det resonemang, som i fortsättningen skall föras beträffande sambandet mellan utdelningspolitik och investeringskalkyler vid differentierad bolagsskatt. Vi ser därvid för enkelhetens skull helt bort från dubbelbeskattningsproblemen och betraktar alltså investeringen enbart från bolagets synpunkt.

Om vi antar, att en investering  $I$  omedelbart får avskrivas, att skattesatsen är  $t$ , och att under det beskattningsår, då avskrivningen får ske, tillräckligt stort överskott uppkommit för att den fulla avskrivningsrätten skall kunna utnyttjas, kan vi sätta det för investeringen uppoffrade beloppet till  $(1-t)I$  mätt i inom bolaget beskattade medel. Alternativt kan förhållandet uttryckas så, att vid investeringstidpunkten investeringen medför *dels* en utbetalning  $I$ , *dels* — med eventuell tidsförskjutning beroende på hur beskattningsreglerna är gestaltade — en inbetalning eller en reducerad utbetalning av storleksordningen  $tI$ .

Om investeringen, oaktat den får avskrivas, är obegränsat varaktig — dvs. om med våra normer för det ekonomiskt korrekta några avskrivningar ej bör göras — kan  $tI$  sägas utgöra ett mått på den erhållna skattekreditens värde. Det måste dock genast inskjutas, att i detta modellsammanhang en förutsättning härför är att investeringen  $I$  ger normal avkastning, alltså enligt vår tidigare notation en årlig avkastning av  $pI$ . Är det endast genom att underskrida den normala räntabilitetsgränsen för investeringar, som företaget kan få skattekredit, blir dennas värde reducerat.<sup>1</sup>

Om investeringen icke är obegränsat varaktig, och om dess nettoavkastning efter »riktiga» avskrivningar motsvarar  $p$  gånger det efter sådana avskrivningar redovisade värdet av investeringen, måste vid omedelbar avskrivning värdet av den framtida avkastningen, diskonterat till investeringstidpunkten, reduceras med ett belopp motsvarande skatten på de medel, som normalt skulle disponerats för skattemässigt avdragsgilla avskrivningar, men som nu blir beskattade därför att avskrivningen tagits ut i förväg. Denna skatteförhöjning under investeringens löptid motsvarar ett kapitalvärde, vars förhållande till vär-

<sup>1</sup> Det är t. ex. inte ovanligt att samhälleligt önskvärda men företagsekonomiskt inte alltid särskilt räntabla investeringar, t. ex. för forsknings-, naturskydds- eller bostadsändamål, stimuleras genom gynnsamma avskrivningsregler, vilka i princip skall ge dem en räntabilitet netto efter skatt, som de saknar vid en bruttoberäkning.

det av den omedelbara avdragsrätten,  $tI$ , varierar med skattesatsen, räntefoten och löptiden.

För att undersöka dessa samband måste vi till en början utgå från någon viss typ av avskrivning som den »riktiga». En »riktig» avskrivningsmetod brukar, som ovan framhållits, definieras som en sådan, som medför, att internräntan för en given investering genom skatten reduceras i proportion till restkvoten.<sup>1</sup> Om vi gör det förenklande antagandet, att bruttoöverskotten på en investering är konstanta över hela livslängden, och om vi därjämte kräver att det är hela det investerade beloppet men heller inte mera som skall avskrivas, är den i denna mening korrekta avskrivningsmetoden den s. k. annuitetsmetoden. Det går emellertid att generalisera samma princip till att gälla också investeringar med växlande bruttoavkastning. Avskrivningarna skall, för att samma villkor i fråga om relationen mellan internräntorna före och efter skatt skall vara uppfyllt, bestämmas så, att man för varje år avskriver skillnaden mellan kapitalvärdet vid årets början och årets slut av de vid varje tidpunkt återstående, framtida bruttoöverskotten, varvid såsom diskonteringsräntefot används samma internräntefot före skatt som vid den tidpunkt investeringen företogs fick de framtida bruttoöverskottens nuvärde att sammanfalla med det investerade kapitalbeloppet.

Principen kan sammanfattas med hjälp av nedanstående tablå, vari det första årets avskrivningar betecknas med  $x$ , vilka under de senare perioderna, i enlighet med annuitetsprincipen, accelereras med faktorn  $(1+p)$ . Skattesatsen betecknas med  $t$ .

| År                               | 0    | 1        | 2                 | 3 | ... | $n$                                 |
|----------------------------------|------|----------|-------------------|---|-----|-------------------------------------|
| Investeringsutgift               | $I$  |          |                   |   |     |                                     |
| Nettoavkastning av investeringen | $pI$ | $p(I-x)$ | $p[I-x(1+(1+p))]$ |   |     | $p[I-x(1+(1+p)+\dots+(1+p)^{n-2})]$ |
| Korrekta avskrivningar           | $x$  | $x(1+p)$ | $x(1+p)^2$        |   |     | $x(1+p)^{n-1}$                      |

Summan av avskrivningsbeloppen skall vara  $I$ , dvs.

$$x + x(1+p) + x(1+p)^2 + \dots + x(1+p)^{n-1} = I,$$

vilket ger

$$x = I \frac{p}{(1+p)^n - 1}. \quad (1)$$

Det årliga konstanta bruttoöverskott vi förutsatt att investeringen avkastar — dvs. den årliga summan av nettoavkastning och avskrivningsbelopp — blir härigenom

$$y = I \frac{p(1+p)^n}{(1+p)^n - 1}. \quad (2)$$

<sup>1</sup> Jfr ovan not på s. 183.

Räknar vi med att skatten påverkar bolagets kalkylränta så, att denna kan sättas till  $(1-t)p$ , blir värdet — vi kallar det  $V(x)$  — av de skatteavdrag, som vid korrekt avskrivning kan utnyttjas för investeringen, diskonterat till tidpunkten 0

$$V(x) = \frac{tx}{1 + (1-t)p} + \frac{t(1+p)x}{[1 + (1-t)p]^2} + \dots + \frac{t(1+p)^{n-1}x}{[1 + (1-t)p]^n}.$$

Dvs. efter summering

$$V(x) = \frac{tx}{1 + (1-t)p} \cdot \frac{\left[ \frac{1+p}{1 + (1-t)p} \right]^n - 1}{\frac{1+p}{1 + (1-t)p} - 1}.$$

Efter insättande av uttrycket för  $x$  enligt (1) och efter förenkling erhålls:

$$V = I \frac{\left[ \frac{1+p}{1 + (1-t)p} \right]^n - 1}{(1+p)^n - 1}. \quad (3)$$

Värdet av dessa »korrekta» avskrivningar kan nu jämföras med värdet av de faktiskt medgivna avskrivningarna i olika fall. I det extrema fallet av omedelbar rätt till avskrivning — som förutsätts kunna utnyttjas mot förekommande skattepliktiga överskott, eller som medför motsvarande rätt till skatterestitution — kan vi uttrycka detta nettovärde av skattekrediten

$$C_0 = I \left[ t - \frac{\left[ \frac{1+p}{1 + (1-t)p} \right]^n - 1}{(1+p)^n - 1} \right]. \quad (4)$$

Det är nu lätt att visa, att för värden på  $t$  mellan 0 och 1 värdet av  $C_0$  stiger med  $n$ . Det måste emellertid påpekas, att när vi här antagit  $n$  som givet, innebär detta en tämligen långtgående förenkling av resonemanget. Den ekonomiska varaktighetstiden för en investering är ju åtminstone i viss utsträckning, som bl. a. Sven-Erik Johansson [1961], s. 119 ff., visat, avhängig av avskrivningsreglerna. Men eftersom det inte är frågan om några mycket stora skillnader, åtminstone inte i fallen av konstant bruttoöverskott, skall vi i detta sammanhang bortse från denna komplikation och anta investeringens livslängd som given, antingen detta beror på en viss fysisk varaktighet eller på ett antagande av att innovationer efter ett visst antal år gör en investerings driftunderlägsenhet så klar, att dess ekonomiska livslängd är oberoende av skattereglernas gestaltning.

Besvärligare men för vår del av speciellt intresse är frågan om hur skatte-kreditens värde varierar med skattesatsen. Den frågan är av betydelse för här föreliggande undersökning, eftersom denna i fortsättningen skall inrikta sig på verkningarna av olika slags förändringar av skattesatsen.

Tabell 2. *Värden på  $t$ , som maximerar  $C_0$*

| $n$ | $p$ |      |      |
|-----|-----|------|------|
|     | 5 % | 10 % | 15 % |
| 5   | 52  | 53   | 54   |
| 10  | 52  | 55   | 57   |
| 20  | 54  | 58   | 62   |
| 30  | 56  | 62   | 67   |
| 40  | 58  | 65   | 75   |

En derivering av uttrycket (4) med avseende på  $t$  ger följande resultat:

$$\frac{dC_0}{dt} = I \left[ 1 - \frac{pn(1+p)^n}{[(1+p)^n - 1][1 + (1-t)p]^{n+1}} \right]. \quad (5)$$

Eftersom andra derivatan är negativ vid positiva värden på  $t$  och  $p$ , antar  $dC_0/dt$  värdet 0 i det läge, då skattesatsens höjd ger skattekrediten dess maximala värde. Detta maximivärde nås alltså när

$$pn(1+p)^n = [(1+p)^n - 1][1 + (1-t)p]^{n+1}.$$

Det värde på  $t$  som ger skattekrediten dess maximala värde, är således

$$t_{max} = 1 + \frac{1 - \left[ \frac{pn(1+p)^n}{(1+p)^n - 1} \right]^{1/(n+1)}}{p}.$$

En grafisk framställning liksom en tabulering av detta uttryck (tabell 2 och diagram 3) för  $p=5\%$ ,  $10\%$  och  $15\%$  och  $n=5, 10, 20, 30$  och  $40$  visar, att skattekreditens maximivärde nås vid ett värde på  $t$ , som inte i något av de i tabellen upptagna fallen går under  $52\%$  och som stiger, fast måttligt, med  $p$  och  $n$ . Det innebär, att i det område, där  $t$  för närvarande rör sig, såvitt angår den svenska bolagsskatten, en höjning av skattesatsen i regel men inte alltid kommer att innebära, att skattekreditens värde något ökar, och en sänkning att dess värde minskar. Den nu rådande bolagsskattenivån ligger emellertid nära det läge, där skattekrediten enligt denna beräkning har sitt maximala värde.

Det är emellertid viktigt att komma ihåg, att dessa slutsatser bara är giltiga för skattekreditens värde vid omedelbar avskrivning och konstanta bruttoöverskott. Vad som är ännu viktigare är att den bakomliggande formeln går ut från att kalkylräntan netto efter skatt står i direkt förhållande till skattesatsen  $t$ . Skulle man ändra den förutsättningen och räkna med något exogent givet förräntningsanspråk, blir skattekreditens värde genomgående högre, ju högre skattesatsen är. Detta är vad vi kommer att göra i de beräkningar som följer när vi kommer in på den differentierade bolagsskattens problem. I dessa fall skall vi lägga den för analysen bestämmande kalkylräntan hos

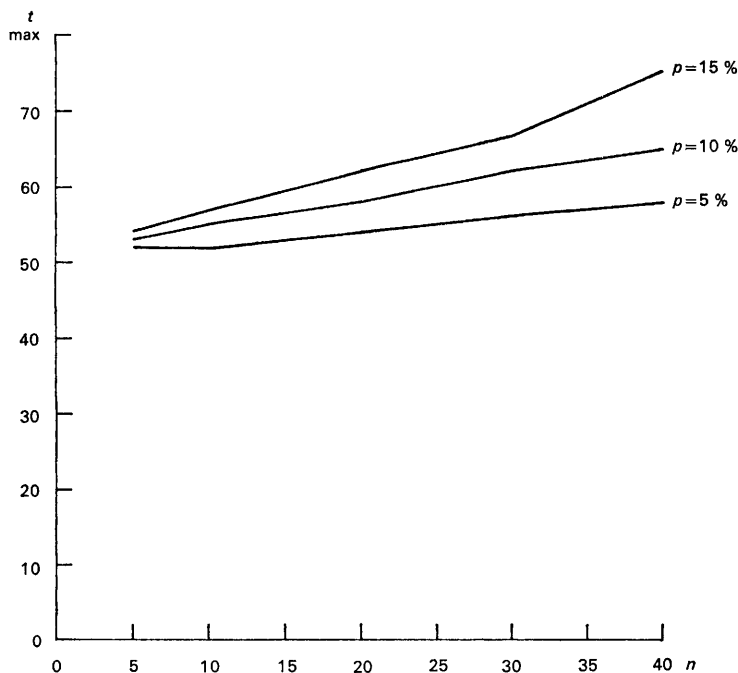


Diagram 3. Värden på  $t$ , som maximerar  $C_0$

aktieägarna och anta att dess nivå dikteras av andra och av bolagsskatten oberoende placeringar.

Det är också lämpligt att erinra om att kalkylen för skattekreditens värde blir en annan och mindre gynnsam när man utsträcker de tillåtna avskrivningarna i tiden, t. ex. över en femårsperiod. Det kan tänkas, att det som i praktiken framför allt har betydelse för företagets investeringspolitik inte så mycket är kalkyleffekten av skattekrediten som dess likviditetseffekt. Är det inte förräntningskravet utan de likvida resurserna, som sätter en gräns för ett företags investeringsaktivitet, kan övergången från fri avskrivning (om den kan utnyttjas) till en femårig avskrivning betyda en mycket väsentligare försämring av investeringsverksamhetens villkor än vad enbart en beräkning av skattekreditens kalkylvärde ger vid handen. Vi skall emellertid uppskjuta den kalkylmässiga behandlingen av nu gällande avskrivningsregler till ett senare avsnitt och behandla den i omedelbart sammanhang med de problem, som hänger samman med en differentierad bolagsskatt.

## FRÅGAN OM KREDITFINANSIERINGENS BEHANDLING

Kreditfinansieringen har vi hittills i kapitel 4 betraktat endast som en fråga om företagets kapitalanskaffningskostnader. Där konstaterades i anslutning till ett traditionellt synsätt, att det är billigare med kreditfinansiering än med finansiering genom nyemission av aktier, så länge ränta är avdragsgill men inte

utdelning. Detta resonemang håller naturligtvis inte alldeles undantagslöst. Aktieplacerarnas avkastningsanspråk kan ju åtminstone i teorin tillgodoses på annat sätt än genom dubbelbeskattad utdelning. Det är också möjligt att lindra dubbelbeskattningen genom differentiering av bolagsskatten eller genom en lindrigare behandling hos aktieägarna av aktieutdelningar än av annan inkomst. Men som huvudregel är resonemanget självfallet godtagbart.

Mera kontroversiell är den teoretiska frågan, om kreditfinansiering kan vara billigare än aktiefinansiering av andra skäl än de skatterättsliga. Den frågan är svår att testa empiriskt, eftersom vi inte i modern tid har upplevt en period utan skatter på bolagsvinster och utdelningar. Modigliani–Millers teori, vari det hävdas att kapitalkostnaderna är oberoende av finansieringsstrukturen, ger knappast hållpunkter för några praktiska konklusioner om vad som kan tänkas gälla för den svenska marknaden. Jfr kapitel 4, s. 90 ff. Hos oss är det inte bara skattesystemet, som gynnar kreditfinansieringen — på den punkten har ju Modigliani och Miller för övrigt själva gjort en väsentlig reservation. Det är också uppenbart, att det existerar betydande kategorier av placerare, som genom lagbestämmelser är hänvisade till obligationsmarknaden och saknar rätt att tillvarata aldrig så gynnsamma, alternativa aktieplaceringsmöjligheter. De »arbitrage»-affärer mellan obligationer och aktier, som utgör en kärnpunkt i Modigliani–Millers modell, är inte möjliga för dessa placerare. Därigenom förlorar modellen mycket av sitt praktiska utsagovärde.

När vi i det följande går in på den differentierade bolagsskattens betydelse för utdelningspolitiken liksom för investeringskalkylerna under olika avskrivningsregler, kommer vi inte att beakta något annat finansieringssätt än självfinansiering eller aktieemission. En modell av det slaget kan tolkas på två sätt. För det första är det naturligtvis möjligt att se den som modellen för ett företag, som helt avstår från kreditfinansiering. Sådana företag finns naturligtvis, även om de inte är särskilt intressanta för belysningen av finansieringsproblemen i allmänhet. För det andra kan man se modellen som begränsad till att avse den del av ett företag, som under alla förhållanden måste finansieras med eget kapital, vare sig detta beror på konservativa finansieringsvanor hos företagets ledning eller på bankmässiga krav.

I sistnämnda fall blir modellens partiella karaktär en väsentlig praktisk svaghet. De resultat som vinnas måste modifieras åtskilligt, om man vill ta hänsyn till tänkbara samspel mellan kreditfinansiering och finansiering genom skatttekredit. Vilka kan då dessa modifikationer tänkas vara?

En tankegång, som använts för att motivera bolagsvinsternas dubbelbeskattning, är att det egna kapitalets förräntning i ett aktiebolag påverkas i höjande riktning av de kreditmöjligheter, som bolagsformen erbjuder. Om bolaget kan erhålla kredit billigare än vad som motsvarar avkastningen på dess kapital, blir »överräntan» en avkastning på det egna riskkapitalet, som höjer dettas förräntning utöver den genomsnittsavkastning, som företagets totala investeringar lämnar. Därför bör man, om detta resonemang håller, räkna med att  $p$  — alltså bolagsinvesteringarnas internränta före skatt — normalt kan vara

högre än  $r$ , dvs. aktieägarnas egen kalkylränta före skatt. Det antagandet kommer vi i viss utsträckning att göra också i de följande modellresonemangen. En illustration till hur det kan fungera är finansiering genom obligationslån — en finansieringsform, som reellt är tillgänglig enbart för större aktiebolag. För de mindre bolagens del är det däremot inte alls lika givet, att bolagsformen som sådan skulle ge dem så mycket större kreditmöjligheter. Även i en enskild firma kan ju ägaren göra sig en vinst på att placera upplånade medel i en hög-avkastande verksamhet. Att bolagsformen i princip befriar från personligt ansvar ändrar, som tidigare antytts, inte mycket i detta betraktelsesätt, eftersom det torde vara vanligt att kreditgivare till mindre bolag kräver att huvudaktieägaren tror så mycket på dess framtid att han är villig att gå i borgen för dess lån, i den mån dessa inte är tillräckligt säkrade på annat sätt.

Gordon [1962] visar i sin framställning av dessa problem vilka konsekvenser Modigliani-Millers teori har för aktievärderingen. Den indifferens hos aktieägarna mellan bolagsskuldsättning och egen skuldsättning, som Modigliani-Miller har som en kärnpunkt i sin teori, blir rubbad, om man antar att det sker en viss ackumulation i bolaget. Resonemanget bakom denna slutsats är enkelt. I stort sett går det ut på att om en viss del av ett bolags (netto)vinst avsätts till expansion, måste denna bli större, om bolaget inte först haft att vidkännas några räntekostnader, utan dessa vilar på aktieägaren personligen. Denna angreppspunkt förefaller likväl inte särskilt givande. Skillnaden mellan de båda finansieringsformerna åtföljs ju enligt Gordons antagande av en reell skillnad i tillväxthastighet mellan de båda alternativen. Är bolaget skuldsatt och inte aktieägarna, blir, om samma procenttal av nettovinsten avsätts till expansion, tillväxthastigheten långsammare än när det är aktieägaren som tagit upp lånen och bolaget arbetar med helt eget kapital.

Däremot kommer hänsynstagandet till kreditmöjligheterna att trassla till modellen en hel del, när vi kommer in på frågan om vilket samband som kan råda mellan värderingen av en investering och av de kreditmöjligheter investeringen skapar. Naturligtvis skulle man t. ex. i fråga om en investering i en fastighet kunna välja att betrakta bara den del av investeringen, som finansieras med eget kapital, och låta hypoteksräntorna och de däremot svarande intäkterna ligga utanför investeringskalkylen för det egna engagemanget. Men därmed skulle det uppstå en risk för två felaktigheter.

För det första kan det vara oegentligt att anta, att graden av kreditfinansiering håller sig konstant under hela en given tillgångs varaktighetstid. Lån brukar oftast amorteras. Förutsättningen för att en konstant kreditfinansieringsgrad skall kunna hållas, samtidigt som någon expansion av verksamheten inte äger rum, måste därför vara, att sådana avskrivningsmedel, som behålls i bolaget, placeras så, att motsvarande investeringar ger grundval för ny kredit i stället för vad som amorterats.

För det andra — och i detta sammanhang viktigaste — kan möjligheterna att kreditfinansiera investeringar reducera eller kanske helt undanröja behovet av att för investeringsändamål behålla sådana vinstmedel inom ett bolag, som

inte kan utnyttjas för skattemässigt godkända avskrivningar. I den mån man har att göra med en bolagsskatt, som är differentierad till den utdelade vinstens förmån, är det av betydelse, att kreditfinansiering möjliggör en investering av medel, som inte belastats med skatten på outdelad vinst.

Beträffande den första av dessa synpunkter kan det förmodas, att ett stagnerande företags finansieringsstruktur på litet sikt bör förändras i riktning mot minskad kreditfinansiering. I ett sådant företag blir ju inga andra investeringar än ersättningsanskaffningar aktuella. Någon vidgning av kreditbasen äger alltså i princip inte rum. Samtidigt får man anta, att de lån, som upptagits för finansieringen av permanenta tillgångar liksom av lager m. m. normalt amorteras. Om vi därför såvitt angår aktivsidan har att göra med ett stagnerande företag, torde det vara normalt, att relationen mellan eget och främmande kapital är i stigande. Det är bara om låneamorteringarna går hand i hand med en minskning av företagets aktiva, som man kan räkna med en konstant kreditfinansieringsandel. Om bokvärdet av företagets aktiva hålles oförändrat, kommer en sådan relativ minskning av det främmande kapitalet inte att kunna äga rum utan att bolaget antingen öppet reserverar vinstmedel — vilka därmed får bära den högre skatten på outdelad vinst — eller också delar ut dem för att återfå dem i form av kapitaltillskott från aktieägarna.

I frågan om den senare synpunkten är det särskilt värt att framhålla att det finns en viss oklarhet i sambandet mellan möjligheterna att använda ett bolags tillgångar som bas för kommersiell kredit och ett samtidigt utnyttjande av skattekredit. Visserligen är det rimligt att anta, att en kreditgivare betraktar det som en styrka hos ett företag, både att detta har betydande dolda reserver och att företagets investeringar är av ett slag som tillåter ett omfattande utnyttjande av skattekreditmöjligheter. Men å andra sidan är det uppenbart, att om marknaden hyllar vissa normföreställningar i fråga om den önskvärda andelen eget kapital på balansens passivsida, utnyttjandet av skattekreditmöjligheterna kan medföra, att företaget riskerar en konflikt med dessa normföreställningar. Detta gäller i första hand sådana skattekreditmöjligheter, som förutsätter överensstämmelse mellan bokförda värden och skattemässiga restvärden. Skrivs företagets aktiva ner, sjunker det redovisade egna kapitalet. Villkendera av dessa båda synpunkter, som har den största betydelsen är det svårt att döma om generellt. Kanske man misskänner kreditmarknadens experter, om man tvivlar på att det är den första, som är utslagsgivande.

Är det så att en tillgång som med skattemässig verkan avskrivits i räkenskaperna också kan användas som kreditbas, betyder det, att man samtidigt kan använda vinstmedel för att skriva av tillgången och genom upplåning mot säkerhet i samma tillgång göra likviditetsutrymmet för utdelning lika stort som det skulle varit, om vinstmedlen inte plöjts ned utan stått till förfogande för utdelning. Men bolagsrättsligt går det naturligtvis, som tidigare antytts, inte att i en sådan situation, där skatteredovisning och bolagsrättslig redovisning sammanfaller, dela ut de upplånade medlen, om inte tidigare ackumulerade vinstmedel skapar utrymme för en sådan åtgärd.

Intressantare är att notera, att det finns möjligheter att med hjälp av kreditfinansiering överbrygga tiden från det att en investering företas och till dess den med skatterättslig verkan blir helt avskriven. På det sättet kan det vara möjligt att ge självfinansieringen formen av skattemässigt godkända avskrivningar, även om avskrivningsreglerna förutsätter en fördelning av dem på flera år. Om reglerna t. ex. förutsätter en femårig lineär avskrivning, och 80 % av en investering kreditfinansieras med ett på fyra år amorterat lån, blir resultatet, att det går att använda obeskattade vinstmedel för hela finansieringen av denna investering. En sådan politik exempelvis vid femårig avskrivning förutsätter emellertid att det inom bolaget finns andra vinstmedel mot vilka avskrivningen kan ske. Om däremot kreditmöjligheterna är mindre, blir det nödvändigt att finansiera den del av investeringen, som inte kan avskrivas i samma takt som den betalas, med beskattade vinstmedel eller med tillskott.

Det faller av sig självt att det inte går att göra några generella teorier i fråga om samspelet mellan avskrivningsreglerna och principerna för en differentierad bolagsskatt, om kreditfinansieringen på detta sätt tas med i bilden. Som den fortsatta framställningen skall visa, skiljer sig i våra modeller den omedelbara avskrivningsrätten från en sådan avskrivningsrätt, som endast får åtnjutas över en längre period, genom att det i det senare fallet men inte (annat än vid otillräckliga vinstmedel) i det förra krävs en finansiering med beskattade vinstmedel eller tillskott. Om kreditmöjligheterna varierar, går det inte att fastställa hur långt detta krav sträcker sig. Därmed släpper vi också möjligheten att kunna säga något bestämt om hur tungt en förhöjd skattesats för outdelad vinst i praktiken kan tänkas väga i företagets investeringskalkyler.

I princip skulle det naturligtvis vara möjligt att göra en differentiering av investeringskalkylerna med hänsyn till vilka kreditmöjligheter, som varje investeringsalternativ erbjuder. Man skulle t. ex. kunna utgå från att ett visst belåningsvärde i förhållande till anskaffningskostnaden skulle gälla för fastigheter, medan ett lägre motsvarande värde kunde anses tillämpligt för t. ex. maskininvesteringar. Men även en sådan, differentierad kalkylmetod skulle lämna problemet i huvudsak olöst. Det vore ju inte möjligt att med utgångspunkt från de ökade kreditmöjligheter, som en ny investering ger, säga någonting om de totala kreditmöjligheter, som står till ett företags förfogande, och som kan användas för att med en tidigare investering som säkerhet kreditfinansiera en ny. Det är inte ens obetingat nödvändigt att anta, att existensen av en sådan belåningsbar tillgång måste tyda på att man i motsvarande grad tagit fram vinster till beskattning respektive tillskjutit aktiekapital. I princip är det t. ex. möjligt att belåna en tillgång, som t. ex. en fastighet, också i avseende på den del varmed dess värde stigit utöver anskaffningsvärdet, eller att belåna en tillgång, som hunnit bli helt avskriven i räkenskaperna.

På sin höjd skulle man kunna konstatera, att om kreditramen konventionellt är strikt bunden till en viss kvotdel av företagets aktiva ett företag, som redan fullt utnyttjar sin kreditram, inte kan utnyttja ny investering som kre-

ditunderlag eller finansiera ny investering med kredit mot säkerhet i tidigare befintliga tillgångar i vidare mån än som motsvaras av denna kvotdel av den nya investeringens bokförda värde. En så stark konventionell bundenhet är emellertid knappast regeln i vårt land, där de dolda reserverna kommit att få så stor betydelse.

Det sagda är förklaringen till varför kreditfinansieringen i det följande inte beaktas, såvitt angår de försök till generella modellresonemang, som skall företas till belysning av den differentierade bolagsskattens effekt på investeringskalkylerna. Det sagda ger emellertid anledning till stark reservation inför de förda resonemangens utsagovärde. I de praktiska fallen synes det alldeles nödvändigt att även kreditfinansieringen beaktas.

## SKATTEKREDITENS VÄRDERING VID DIFFERENTIERAD BOLAGSSKATT

### *Några metodfrågor*

Vi har i de föregående kapitlen behandlat utdelningspolitiken vid differentierad bolagsskatt under förutsättning att den skattemässigt beräknade avkastningen av en investering sammanfaller med den »riktiga», dvs. utan antagande av någon skattekredit. När vi nu för in skattekrediten i resonemanget, ställs vi inför problemet att jämsides behandla både det inflytande på utdelningspolitiken, som de erbjudna skattekreditmöjligheterna kan utöva, och det inflytande på värderingen av skattekrediten, som skattesatsdifferentieringen kan ha.

Vår ansats skall bli den, att vi till en början antar, att alternativet till en viss investering under alla omständigheter är utdelning av motsvarande belopp. Lönsamheten av investeringen mäter vi med kapitalvärdet av framtida betalningskonsekvenser för aktieägaren, satta i relation till det belopp han upppoffrat genom att avstå från omedelbar utdelning. Detta »upppoffrade» belopp är beroende av den tillåtna skattekreditens omfattning och av de antaganden man gör om möjligheten att utnyttja den.

Vi betraktar således en isolerad investering under olika skattemässiga villkor och under den förutsättningen att dess avkastning — med vissa senare angivna och preciserade restriktioner — kommer att utdelas i maximal utsträckning, varvid dess värde i aktieägarens hand kan beräknas. Från denna partiella analys, som kan göras utan några antaganden om företagets utdelningspolitik i övrigt, kommer endast vissa utvidgande kommentarer att göras, där avsikten är att antyda de eventuella ytterligare krav som den enskilda investeringen kan tänkas ställa, sedd i ett företags totala finansiella och reala planering. Sådana ytterligare krav är ägnade att moderera de slutsatser som kommer fram ur vår förenklade modell. När vi lägger restriktioner på den avkastning som kan utdelas, så som i fallet när medel skall uppsparas för en återanskaffning det år investeringens livstid är till ända, behåller vi likaså analysens

partiella karaktär genom att resa det kravet, att ambitionen att vidmakthålla den genom den ursprungliga investeringen uppbyggda produktionskapaciteten inte får påverka företagets övriga finansiella planering.

### *Det uppoffrade beloppet*

Vill man, som vi skall göra, bestämma det värde en investering representerar utifrån dess betalningskonsekvenser för aktieägaren, aktualiseras två typer av skattekredit. Den ena avser aktieägarens egen inkomstskatt och uppkommer genom att vinstmedel investeras i bolaget i stället för att omedelbart delas ut till aktieägaren och beskattas hos honom. Den andra innebär därutöver ett uppskov även med bolagsskatten i det att investeringen genast får avskrivas eller får avskrivas i snabbare takt än som ekonomiskt vore motiverat. När ingen skattekredit åtnjuts, är det belopp  $U$ , som en aktieägare måste uppoffra för att bolaget skall kunna göra investeringen  $I$  likvärdigt med ett kapitaltillskott av beskattade medel från dennes sida, dvs.  $U = I$ .

Avser skattekrediten endast den personliga inkomstskatten blir det uppoffrade beloppet  $U = (1-i)(1-u)[I/(1-b)]$ . Härvid står  $I/(1-b)$  för det belopp före skatt, som bolaget måste intjäna för att netto efter skatt på outdelad vinst kunna disponera över beloppet  $I$ . Om samma belopp i stället disponerades för utdelning, skulle i aktieägarens hand efter bolagsskatt och inkomstskatt på utdelning återstå  $(1-i)(1-u)[I/(1-b)]$ , eller, om skatten är odifferentierad och alltså  $u = b$ ,  $(1-i)I$ .

När skattekrediten avser såväl inkomst- som bolagsskatt, dvs. när hela investeringen omedelbart kan avskrivas blir slutligen  $U = (1-i)(1-u)I$ .

I och för sig kanske det kan synas realistiskt att ibland också räkna med ytterligare en typ av kalkyl för uppoffrat belopp, nämligen för beskattade vinstmedel inom bolaget. Om under tidigare år vinstmedel samlats upp inom bolaget, kan det ju tänkas att valet står mellan utdelning av dessa medel, vilka endast behöver beskattas hos aktieägaren, och en investering inom bolaget. Det av aktieägaren uppoffrade beloppet blir då  $(1-i)I$ , dvs. samma belopp som ovan vid en odifferentierad skatt. En sådan värdering skulle således endast förändra den bild vår kalkyl ger i de fall bolagsskatten är differentierad. Den situation som här belyses aktualiseras endast när ett företag avser att göra utdelningar som överstiger årsvinsten. I sådana fall skulle således, när bolagsskatten differentierats till den utdelade vinstens förmån, investeringar kunna göras till priset av ett lägre uppoffrat belopp än i normalfallet där

$$U = \frac{(1-i)(1-u)}{1-b} I.$$

Vi kommer i den fortsatta framställningen inte att explicit använda oss av detta jämförelsevärde för det uppoffrade beloppet, då det till sitt värde täcks in av varje fall med odifferentierad bolagsskatt och ekonomiskt korrekta av-

skrivningar. Här skall endast uppmärksammas att exemplet ger oss en av den differentierade bolagsskattens effekter. När bolagsskatten differentierats till den utdelade vinstens förmån, ställer sig, för ett bolag som har ackumulerade vinstmedel en likvärdig investering ur aktieägarens synvinkel mindre dyr, än om sådana inte finns. Motsvarande gäller inte när  $b=u$ . En sänkning av  $u$  eller en höjning av  $b$  kan alltså tvärtemot vad själva parameterförändringen låter antyda på detta sätt få en inläsningsseffekt för medel i bolag som befinner sig i denna situation. Alldeles bortsett från att ett bolag, som en gång betalat priset för att ackumulera vinstmedel ogärna ger upp den position, som därigenom förvärvats, genom att dela ut dem, kommer det vid en differentierad bolagsskatt till den utdelade vinstens förmån också att finnas rationella skäl för ett sådant beteende. Situationen torde emellertid inte tillhöra de vanliga.

Ytterligare en form av jämförelsevärde skulle kunna tänkas. I ett bolag för vilket alternativet till en viss investering under alla omständigheter är ackumulation och inte utdelning framstår en alternativ användning inom bolaget som den naturliga jämförelsenormen, dvs. motsvarigheten till vårt  $U$ . Man skulle med en sådan utgångspunkt kunna konstruera ett modellsystem, där olika skatte kreditmöjligheters lönsamhetspåverkande effekter ställs mot varandra exempelvis i form av relationen mellan deras nettoförräntningar efter skatt när bruttoförräntningen är gemensam. En sådan utgångspunkt skulle emellertid kräva en mera komplicerad matematik än de enkla samband denna utredning byggts upp kring. Dessutom är vårt syfte inte att ge någon mera utförlig bild av skatte kreditens värde, utan endast att belysa några av de principer efter vilka förekomsten av skatte kredit kan påverka företagens val mellan utdelning och ackumulation, med speciell tonvikt på den differentierade bolagsskattens effekter.

### *Investeringen*

Vi har på s. 187 visat hur en investering som lämnar ett förväntat konstant bruttoöverskott —  $y$  — per år under dess livslängd —  $n$  år — kan delas upp med avseende på de enligt annuitetsmetoden korrekta avskrivningarna och på egentlig vinst före skatt. Vid en förräntning före skatt av  $p$  visades att de enligt annuitetsmetoden korrekta avskrivningarna för år 1 blir:

$$x = I \frac{p}{(1+p)^n - 1}. \quad (1)$$

Det andra årets avskrivningar blir  $x(1+p)$ , det tredje årets  $x(1+p)^2$  osv. Det konstanta årliga bruttoöverskottet kunde vidare skrivas:

$$y = I \frac{p(1+p)^n}{(1+p)^n - 1}. \quad (2)$$

Serien för den efter avskrivningar återstående avkastningen blir då  $pI$  under år 1,  $p(I-x)$  under år 2 osv. fram till år  $n$ , då den antar värdet  $p\{I-x[1+(1+p)+\dots+(1+p)^{n-2}]\}$ .

Vår första uppgift blir att ge ett värde åt denna över tiden inflytande avkastning. Som diskonteringsfaktor kommer vi därvid att använda aktieägarnas kalkylränta —  $1 + (1 - i)r$  — sådan den definierades i kapitel 5. För att inte onödigt tynga de följande formeluttrycken kommer vi att kalla denna kalkylränta  $d$ . Värdet  $(1 + p)$  kommer vidare att betecknas med  $k$ .

Vi kan nu skriva värdet av de korrekta avskrivningarna diskonterade till tidpunkten 0, dvs. det är investeringen företas.

$$A = \frac{x}{d} + \frac{xk}{d^2} + \frac{xk^2}{d^3} + \dots + \frac{xk^{n-1}}{d^n} = \frac{x}{d} \left[ 1 + \frac{k}{d} + \left(\frac{k}{d}\right)^2 + \dots + \left(\frac{k}{d}\right)^{n-1} \right] = \frac{x}{d} \cdot \frac{(k/d)^n - 1}{(k/d) - 1}$$

$$= \frac{x}{d^n} \cdot \frac{k^n - d^n}{k - d}. \quad (6)^1$$

På motsvarande sätt kan vi skriva det sammanlagda värdet av den förväntade nettovinsten före skatt diskonterad till tidpunkten 0 om  $I = 1$ .

$$P = \frac{p}{d} + \frac{p(1-x)}{d^2} + \frac{p[1-x(1+k)]}{d^3} + \dots + \frac{p[1-x(1+k+\dots+k^{n-2})]}{d^n}$$

$$= \frac{p}{d} \left[ 1 + \frac{1}{d} + \dots + \frac{1}{d^{n-1}} \right] - \frac{px}{d^2} \left[ 1 + \frac{1+k}{d} + \frac{1+k+k^2}{d^2} + \dots + \frac{1+k+\dots+k^{n-2}}{d^{n-2}} \right]$$

$$= \frac{p}{d} \frac{(1/d)^n - 1}{(1/d) - 1} - \frac{px}{d^2} \left[ 1 + \frac{k^2 - 1}{(k-1)d} + \frac{k^3 - 1}{(k-1)d^2} + \dots + \frac{k^{n-1} - 1}{(k-1)d^{n-2}} \right]$$

där  $k - 1 = p$ , varför uttrycket nu kan skrivas:

$$\frac{p}{d^n} \cdot \frac{1 - d^n}{1 - d} - \frac{px}{d^2} - \frac{xk^2}{d^3} \left[ 1 + \frac{k}{d} + \dots + \left(\frac{k}{d}\right)^{n-3} + \frac{x}{d^3} 1 + \frac{1}{d} + \dots + \left(\frac{1}{d}\right)^{n-3} \right]$$

$$= \frac{p}{d^n} \cdot \frac{1 - d^n}{1 - d} - \frac{px}{d^2} - \frac{xk^2}{d^n} \cdot \frac{k^{n-2} - d^{n-2}}{k - d} + \frac{x}{d^n} \cdot \frac{1 - d^n}{1 - d}. \quad (7)^1$$

Summan av dessa bägge serier utgör det diskonterade värdet av det antagna konstanta bruttoöverskottet  $y$ . Denna summa kan skrivas:

$$B = \frac{y}{d^n} \cdot \frac{1 - d^n}{1 - d}. \quad (8)$$

De värden som uttryck (6) ger, dvs. avskrivningsmedlens diskonterade värde, är mindre än  $I$ . Skillnaden är ett uttryck för den ränteförlust — mätt med kalkylräntefoten  $d = 1 + (1 - i)r$  — som det innebär att vänta på att det nominella beloppet  $I$  skall flyta in i takt med avskrivningarna enligt annuitetsmetoden. Uttrycket (7) anger värdet av den förräntning dessa medel ger när de finns kvar inom bolaget. Därav följer också att summan av (6) och (7) som

<sup>1</sup> Med den förenklade uppställning som här valts blir uttrycken obestämda för de fall när  $k = d$ . Som lätt inses från uppställningen på s. 187 blir värdet för  $A$  i dessa fall  $n(x/d)$ . Värdet för  $P$  kan därvid lättast sökas som skillnaden mellan  $B$  enligt (8) och detta värde för  $A$ .

enklare kan skrivas med hjälp av (8) är större än  $I$  när förräntningen inom bolaget är större än kalkylräntan, lika med  $I$  när dessa räntesatser överensstämmer och mindre än  $I$  när aktieägarens förräntningskrav överstiger vad bolaget brutto före skatt förmår presteras.

Avskrivningsmedlens värde är vid given kalkylräntefot självklart avtagande med investeringens livslängd och den lägre väntetid som därav följer. Är förräntningen inom bolaget större än kalkylräntefoten blir emellertid bruttovinsten större vid högre  $n$  på ett sätt som mer än kompenserar den ökade förlust den innebär att förlänga väntetiden för avskrivningsmedlens återvinnande, medan motsatsen gäller vid  $k > d$ .

### *Investerings värde*

Den investering som i föregående avsnitt uppdelats med avseende på det värde avskrivningsmedel och egentlig vinst representerar före skatt skall nu ges ett värde under hänsynstagande till avskrivningsregler och skattesatser. Detta värde definieras som vad investeringen efter skatt förmår avkasta i form av utdelningar i aktieägarens hand. Naturligtvis finns det många andra aspekter som kan läggas på en given investerings värde och som aktualiserar andra skatter såsom aktievinstbeskattning och utskiftningsskatt, men dessa möjligheter bortses alltså av förenklingsskäl ifrån. Av förenklingsskäl skall vi vidare endast ställa de bägge ytterlighetsfallen för avskrivningsreglerna, nämligen den omedelbara avskrivningen och det fall när den skattemässiga avskrivningen överensstämmer med den ekonomiskt korrekta mot varandra. De däremellan liggande fallens principiella innebörd skall endast anges utifrån de slutsatser extremfallen ger oss. Principiellt skiljer sig de bägge fallen åt genom att vid omedelbar avskrivning investeringen kan göras med inom bolaget obeskattade vinstmedel, varefter hela dess bruttoöverskott utsätts för beskattning vid utdelning till aktieägarna, medan vid korrekt avskrivning investeringen görs med inom bolaget beskattade medel, varefter avskrivningsmedlen kan utdelas utan ytterligare bolagsskatt.

Som ett första exemplifierande av hur skattekrediten kan påverka företagens utdelningspolitik skall vi betrakta investeringen som ett icke-återanskaffningsfall. Avsikten med att ställa upp detta fall är att renodla skattekreditens värde vid omedelbar avskrivning mätt i det värde den representerar som beskattade medel hos aktieägaren. Därefter skall vi beröra frågan om på vad sätt den bild som då framkommer förändras när företaget har för avsikt att uppspara medel för en reinvestering det år den ursprungliga investeringen livstid är till ända.

För att fånga in skattekreditens värde vid omedelbar avskrivning skulle vi exempelvis kunna göra konstaterandet, att de med bolagsskatten för inom bolaget behållen vinst beskattade medel, som används för investeringen i fallet med korrekt avskrivning, motsvarar en bruttovinst före skatt som är  $I/(1-b)$ . Sätter vi exempelvis bolagsskatten till alternativt 25 %, 50 % och 75 % krävs alltså en bruttovinst på  $1\frac{1}{3} I$ ,  $2 I$  respektive  $4 I$  för att  $I$  skall återstå beskattat

och möjligt att investera. Vid en jämförelse med fallet av omedelbar avskrivning skulle det exempelvis vara möjligt att låta en investering  $I$  vid korrekt avskrivning motsvaras av  $1\frac{1}{3}$ , 2 och 4 sådana omedelbart avskrivna investeringar när  $b = 25\%$ ,  $50\%$  respektive  $75\%$ . Den reella innebörden av en sådan analys skiljer sig högst avsevärt från den vi skall göra, där investeringarna i samtliga fall förutsätts vara lika stora. Två investeringar är ju för det enskilda företaget något helt annat än endast en. Vad exemplet i första hand är ägnat att belysa är de likviditetsmässiga effekterna för företaget av olika avskrivningsmöjligheter. Ett sådant betraktelsesätt skulle emellertid med nödvändighet kräva att kreditmarknadens överbryggande effekter i företagets likviditetsplanering togs in i bilden. Detta utesluter emellertid inte att den mest intressanta sidan av skattekrediternas effekter kan vara att hänföra just till likviditetssidan och inte till de värderingsresonemang som här skall föras. Hade vår uppgift varit att bedöma hur avskrivningsreglerna påverkar olika företags tillväxtmöjligheter skulle någon jämförelse av ovan antydd innebörd ha varit det naturliga.

Vår uppgift är emellertid att analysera faktorer som påverkar utdelningspolitiken. Den jämförelsenorm vi kommer att välja blir därför förhållandet mellan de värden investeringen avkastar och det uppoffrade belopp som aktieägaren tvingats avstå ifrån för att kunna företa den. Vi har kallat detta uppoffrade belopp  $U$ . Relationen mellan investeringens värde och det därför uppoffrade beloppet blir således ett mått på lönsamheten av att avstå från omedelbar utdelning till förmån för en bolagsinvestering. Det kan tilläggas att vi med denna metod kommer fram till samma relation mellan värdena av en investering under ekonomiskt korrekt respektive omedelbar avskrivning som om vi använt den först antydda metoden för jämförelse. Däremot skulle den första metoden inte ha givit det kalkylmässiga underlag för en bedömning av valet mellan utdelning och ackumulation som nu naturligt framkommer.

I fallet med omedelbar avskrivning är  $U = (1-i)(1-u)I$  och i fallet med ekonomiskt korrekt avskrivning

$$U = \frac{(1-i)(1-u)}{(1-b)} I.$$

I aktieägarens hand utgör vidare värdet av vad investeringen avkastar de värden, som för fallet med konstanta årliga bruttoöverskott formaliserats med uttrycken (6), (7) och (8), reducerade i proportion till den skatt som löpande uttas från avkastningen. Vi kan därför skriva relationen mellan avskrivningsmedlens och den egentliga vinstens värde efter skatt och det uppoffrade beloppet så att dessa värden *före skatt* betraktas som för varje enskild investering givna storheter, vilka är oberoende av själva skattereglerna, medan de senare behandlas som de variabler på vilka vårt intresse kan koncentreras. För vår första jämförelse mellan isolerade investeringar utan återanskaffning skall vi konstruera tre typexempel där någon bolagsskattecredit inte åtnjutes — dvs.

när ekonomiskt korrekt avskrivning tillämpas — och ett exempel med omedelbar avskrivning. Det första exemplet avser ett fall när en investering finansieras genom kapitaltillskott från aktieägarnas sida, vilket renderar dem rätten att löpande ta tillbaka avskrivningsmedlen utan vare sig bolagsskatt eller inkomstskatt på denna del av investeringens bruttoavkastning. Avsikten med detta exempel är att renodla det fall, när någon skattekredit inte tillgodosjutes vare sig med avseende på bolagsskatt eller personlig inkomstskatt. I de övriga fall när bolaget förutsätts finansiera en investering genom att avstå från att utdela tillgångar inom bolaget uppstår ju i samtliga fall en kredit också med avseende på den senare skatten. I fallet med kapitaltillskott blir det uppoffrade beloppet definitionsmässigt lika med  $I$ .

Fall II avser en korrekt avskriven investering finansierad med vinstmedel, vilka först måste beskattas med skatten för inom bolaget behållna medel. Avskrivningsmedlen utdelas sedan utan att belastas med bolagsskatten för utdelad vinst. Ur praktisk synvinkel är fallet mycket konstruerat. Det förutsätter ju för det första att investeringen görs med vinstmedel som uppkommer under investeringsåret och för det andra att företaget omedelbart därefter lägger om sin utdelningspolitik och delar ut medel som överstiger de under de följande åren redovisade nettovinsterna. Anledningen till att fallet likväl tas med är att det visar på en effekt av den differentierade bolagsskatten, som kan vara av relevans — om än inte i denna extrema form — nämligen när företaget i sitt val mellan utdelning och ackumulation tar hänsyn till möjligheten att det någon gång i framtiden kan komma att vilja göra utdelningar också av tidigare nedplöjda medel. Detta fall utgör självklart endast en praktisk möjlighet för de fall när  $b \geq u$ . Skulle en differentiering ske till den nedplöjda vinstens förmån kunde en lucka i skattesystemet av den typ modellfallet då representerar självfallet inte få existera.

Fall III utgör en mera realistisk variant på samma exempel som bör tolkas så att det förhållandet att beskattade avskrivningsmedel löpande frigörs genom investeringens avkastning minskar behovet inom företaget att för andra investeringar plöja ned vinstmedel med skatten för behållen vinst. Motsvarande obeskattade vinstmedel förutsätts därför kunna utdelas.

Fall IV slutligen utgör fallet med omedelbar avskrivning. För dessa fyra fall kan nu det lönsamhetsmått som investeringens värde genom det därför uppoffrade beloppet representerar, skrivas uppdelat på de bägge posterna — avskrivningsmedel enligt den enligt annuitetsmetoden korrekta avskrivningstakten och egentlig vinst allt efter skatt i aktieägarens hand, när investeringen sätts lika med 1.

**Fall I. Korrekt avskrivning — kapitaltillskott.**

$$\begin{array}{ll} (1-i)(1-u)P/1 & = (1-i)(1-u)P \\ A/1 & = A \end{array}$$

**Fall II.** Korrekt avskrivning — med  $b$  tidigare beskattade medel utdelas utan beskattning efter  $u$

$$(1-i)(1-u)P \bigg/ \frac{(1-i)(1-u)}{(1-b)} = (1-b)P$$

$$(1-i)A \bigg/ \frac{(1-i)(1-u)}{(1-b)} = \frac{(1-b)}{(1-u)}A$$

**Fall III.** Korrekt avskrivning — med  $b$  beskattade medel möjliggör utdelningen

$$\frac{(1-i)(1-u)}{(1-b)}$$

$$(1-i)(1-u)P \bigg/ \frac{(1-i)(1-u)}{(1-b)} = (1-b)P$$

$$\frac{(1-i)(1-u)}{(1-b)}A \bigg/ \frac{(1-i)(1-u)}{(1-b)} = A$$

**Fall IV.** Omedelbar avskrivning

$$(1-i)(1-u)P/(1-i)(1-u) = P$$

$$(1-i)(1-u)A/(1-i)(1-u) = A$$

I samtliga ovanstående exempel — utom fall II — utgör avskrivningsmedlens värde dividerat med det för investeringen uppoffrade beloppet det värde som det nominella investeringsbeloppet löpande återvunnet i takt med den ekonomiskt korrekta avskrivningstiden representerar, diskonterat med kalkylräntan till investeringstidpunkten. I fall II däremot visas en effekt som kan göra sig gällande vid differentierad bolagsskatt i fall när  $b > u$ , medan när de bägge skattesatserna överensstämmer; fall II blir identiskt med fall III. Företaget förutsätts här plöja ned vinstmedel med den högre skatten  $b$ , varefter dessa medel kan utdelas utan den annars aktuella lägre skatten  $u$ . Ett sådant förfarande sänker naturligtvis vårt jämförelsevärde för de återvunna avskrivningsmedlen utöver den ränteförlust som alltid gäller. Denna effekt blir naturligtvis mera betydelsefull för korta än för långa investeringar genom den förhållandevis större andel av investeringens sammanlagda värde avskrivningsmedlen då utgör. En differentiering av bolagsskatten till den utdelade vinstens förmån kan därför, under sådana skattebestämmelser som exemplet ger uttryck för, verka hämmande på vinstnedplöjning och stimulerande på utdelningen när i planeringsperspektivet medtas ett eventuellt återutdelande av företagets tidigare beskattade kapital. Fall III däremot kan sägas utgöra en partiell analys av ett växande företag, vilket under alla omständigheter avser att i viss utsträckning plöja ned vinstmedel. Även om detta fall utgör en formalisering av en vida mera vanlig situation än fall II, finns under de skattemässiga förutsättningar, som detta fall bygger på, en förlust vad gäller avskrivningsmedlen med i kalkylen så länge som hänsyn tas till en eventuell avveck-

ling av bolaget i framtiden. Ju mera fjärran en sådan avveckling ter sig, desto mindre betydelsefull blir den naturligtvis genom kalkylräntans decimerande inflytande.

$P$  är det diskonterade värdet av förräntningen  $p$  under den tid kapitalet arbetar inom bolaget, och således proportionell mot  $p$ . De skatter, som i uppställningen på s. 201 f fortfarande påverkar kalkylen för det värde vinsten representerar som utdelad i aktieägarens hand dividerat med det för investeringen uppoffrade beloppet, kan därför sägas reducera bolagsinvesteringens förräntning i proportion till skattens restkvot. När ingen som helst skatte-kredit åtnjuts, dvs. fall I med kapitaltillskott, kan vi se hur bolagets interna förräntning  $p$  för aktieägaren representerar nettoförräntningen  $(1-i)(1-u)p$  på det uppoffrade beloppet. Kapitaltillskott ter sig således lönande ur aktieägarens synvinkel när denna förräntning överstiger  $(1-i)r$ , dvs. när  $(1-u)p > r$ . Vid korrekt avskrivning, sådan den formaliserats i fall III, aktualiseras där-  
emot varken den personliga inkomstskatten eller skatten för utdelad vinst. Dessa elimineras genom sin motsvarighet i det uppoffrade beloppet. För en avvägning mellan investering respektive utdelning i detta fall är således storleksförhållandet mellan  $(1-b)p$  och  $(1-i)r$  avgörande. När en omedelbar avskrivningsrätt kan utnyttjas spelar bolagsskattesatserna däremot ingen som helst roll för detta val. Omedelbar avskrivning innebär att aktieägaren kan tillgodogöra sig bolagets odecimerade bruttoförräntning på det av honom uppoffrade beloppet. Denna förräntning ställs alltså mot hans egen kalkylränta efter skatt vid valet mellan utdelning och ackumulation.

En jämförelse mellan fall IV och fall med korrekta avskrivningar ger således vid handen att den relativa lönsamhetsförbättring som skattekreditmöjligheterna erbjuder är beroende av vissa speciella skattesatser. Vid en jämförelse med fallet med kapitaltillskott innebär en differentiering av bolagsskatten genom att  $u$  sänks att den relativa skillnaden mellan de bägge finansieringssätten minskas. För fall III är å andra sidan  $u$  helt betydelselös, varför en sänkning varken betyder något för utdelningspolitiken eller skattekreditens relativa lönsamhetspåverkan. I fall II däremot försämras de kalkylmässiga förutsättningarna för vinstnedplöjning, och följaktligen också om vinstmedel trots allt plöjs ned, ökas skattekreditens relativa värde när  $u$  sänks. En differentiering genom förändringar i skattesatsen  $b$  framstår emellertid som strategiskt viktigare för åtgärder ägnade att påverka såväl utdelningspolitiken som skattekreditens relativa värde. I fall II slår som lätt inses förändringar i  $b$  utomordentligt hårt, då de påverkar såväl den egentliga vinstens som avskrivningsmedlens värde i förhållande till det uppoffrade beloppet. En sänkning av  $b$  är alltså starkt ägnad att minska skillnaden i lönsamhet mellan detta fall och fallet med fullständig skattekredit. Detsamma gäller fall III, även om effekten här inte blir lika extremt kraftig.

Det bör observeras att ovanstående exempel byggts upp under det för-  
enklande antagandet att den gjorda investeringen avkastar ett konstant brut-  
toöverskott per år under dess livstid och att följaktligen avskrivningar enligt

annuitetsmetoden utgör den ekonomiskt korrekta avskrivningstakten. Denna förenkling är såväl orealistisk som onödig. Den är orealistisk därför att investeringar normalt ger en högre avkastning i början av sin livstid, vilket skulle innebära att de ekonomiskt korrekta avskrivningarna utgör en snabbare avskrivningstakt än annuitetsmetodens. En numerisk beräkning på grundval av ovanstående formler skulle därför ge vilseledande resultat vad gäller de omedelbara avskrivningarnas lönsamhetshöjande effekt. Förenklingen är onödig därför att de enkla slutsatser som ovan dragits gäller oberoende av detta antagande. Vid en jämförelse mellan korrekt och omedelbar avskrivning är huvudsaken att vårt  $A$  representerar värdet av de enligt definitionen på s. 187 korrekta avskrivningarna, oberoende av den serie av bruttoöverskott dessa härletts från, och att i fallen I, II och III den skattemässiga avskrivningen överensstämmer med dessa. Anledningen till att vi ändå fört de ovanstående resonemangen utifrån ett mindre generellt fall, än vad som är nödvändigt, är att vår behandling av övergången från detta icke-återanskaffningsfall till ett återanskaffningsfall underlättas.

En värdering motsvarande den ovan kan — till priset av mindre lättöverskådliga relationstal — konstrueras för andra avskrivningsregler än de båggeytterlighetsfall som skisserats. Resultaten av en sådan analys av skatteregler med snabbare avskrivning än vad vi definierat som de ekonomiskt korrekta överensstämmer emellertid i sina principer med vad som naturligt följer ur ovanstående iakttagelser. Inte heller vid andra avskrivningsregler har skatten för utdelad vinst någon betydelse för valet mellan utdelning och ackumulation, så länge ett företag i sina kalkyler vid differentierad bolagsskatt inte tar i beaktande möjligheten av att avveckla och dela ut vad som en gång plöjts ned i bolaget på det sätt fall II ger uttryck för. Skattesatsen  $b$  påverkar emellertid lönsamhetskravet för investeringar inom bolaget i höjande riktning. Denna påverkan är visserligen inte proportionell som i fallet med korrekt avskrivning men visar ändå en skillnad mot fallet med omedelbar avskrivning. Också här går det naturligtvis att konstruera modellfall av den typ II ovan representerar där betalandet av en högre skatt befriar från en lägre — något som under vissa omständigheter kan komma att väga tungt till ackumulationens nackdel, vid differentierad bolagsskatt. Genom att införa möjligheter till kreditfinansiering för den andel av en investering som annars måste finansieras med beskattade medel skulle i dessa fall jämförelsevärden också kunna konstrueras, som i likhet med omedelbar avskrivning blir helt oberoende av bolagsskattesatserna.

### *Återanskaffningsfall*

I föregående avsnitt har vi för att renodla de effekter på utdelningspolitiken, som möjligheterna att bilda dolda reserver kan tänkas ha, konstruerat ett antal exempel, vilka genom antagandet att såväl avskrivningsmedel som egentlig vinst utdelas standardiserats med avseende på den tid kapitalet fått arbeta inom företaget. Vårt nästa steg kommer att gälla frågan om den bild som där-

vid framkom på något sätt förändras när företaget planerar en framtida återanskaffning av det aktuella investeringsobjektet. Av denna anledning kommer vi att på grundval av de bägge typfallen — omedelbar respektive korrekt avskrivning — föreställa oss den konstruktionen att företaget när den givna investeringens livslängd utgått avser att göra en ny likadan investering. För detta ändamål skall företagen av avskrivningsmedlen uppspara det därför nödvändiga beloppet. De medel som uppsparas förutsätts ge förräntningen  $p$  inom bolaget och beskattas med skattesatsen för innehållen vinst,  $b$ . Uppsparingen av medel för den nya investeringen förutsätts ske parallellt med den korrekta avskrivningstakten. Dvs. vi har att härleda ett belopp  $z$  som avsätts år 1, varefter under år 2  $z(1+p)$  avsätts osv. t. o. m. år  $n$  — det år nyinvesteringen företas — då  $z(1+p)^{n-1}$  anslås till den nya investeringen. I fallet med korrekt avskrivning måste enligt våra förutsättningar hela det för investeringen behövliga beloppet ha genererats fram i form av beskattade medel. Formellt kan vi lösa ut  $z$  genom nedanstående ekvation. För att inte onödigt belasta formelapparaten fortsätter vi att använda den sammanfattande beteckningen  $k = 1+p$ . Dessutom kallar vi den takt med vilken de kvarhållna medlen antagits växa inom företaget  $g = 1+p(1-b)$ .

$$zg^{n-1} + zk g^{n-2} + \dots - zk^{n-1} g^0 = I;$$

$$zg^{n-1} \left[ 1 + \frac{k}{g} + \left(\frac{k}{g}\right)^2 + \dots + \left(\frac{k}{g}\right)^{n-1} \right] = I;$$

$$zg^{n-1} \frac{\left(\frac{k}{g}\right)^n - 1}{\left(\frac{k}{g}\right) - 1} = I;$$

$$z = I \frac{k-g}{k^n - g^n}. \quad (9)$$

Eftersom  $k > g > 1$  för positiva  $p$  och  $b$  är enligt uttryck (1)  $z < x$ . Men då den andel av avskrivningsmedlen, som nu behålls inom bolaget för nyinvesteringen, accelereras i samma takt, som den som gäller för de korrekta avskrivningsmedlen, anger förhållandet mellan  $z$  och  $x$  också förhållandet mellan de diskonterade värdena av de serier dessa värden läggs till grund för. Vi kan således ur förhållandet mellan  $z$  och  $x$  ange det procenttal av  $A$  som nu inte längre kan utdelas när företaget avser att behålla tillräckliga medel för reinvestering år  $n$ . Återstoden av  $A$  kan däremot löpande utdelas under de skatteregler för avskrivningsmedlen vi ovan behandlat.

De procenttal av  $A$  som måste kvarhållas enligt dessa förutsättningar är i fallen med korrekt avskrivning som lätt inses fallande med  $n$  genom den längre tid som de kvarhållna medlen tillåts arbeta inom företaget med förräntningen  $p(1-b)$ . Andelen är lika självklart stigande med  $b$ . Nästa frågeställning gäller hur vi skall kunna konstruera ett rättvisande jämförelsevärde för den andel av avskrivningsmedlen som måste behållas för en nyinvestering i fallet med

omedelbar avskrivning. Närmast till hands ligger att resa kravet på att år  $n(1-b)I$  av beskattade medel skall finnas uppsparade inom företaget. Detta innebär att vi finansierar återstoden,  $bI$ , med andra vinstmedel som annars skulle behövt beskattas med skattesatsen för kvarhållen vinst, men som nu genom den omedelbara avskrivningsrätten på nyinvesteringen kan kvarhållas ograverade inom företaget. Formellt kan vi på motsvarande sätt som uttryck (9) skriva ekvationen över den andel av avskrivningsmedlen som måste kvarhållas för att bygga upp en fond med beskattade medel av storleksordningen  $(1-b)I$  år  $n$ , i fallet med omedelbar avskrivning.

$$(1-b)zg^{n-1} + (1-b)zkg^{n-2} + \dots + (1-b)zk^{n-1}g^0 = (1-b)I.$$

Eftersom  $(1-b)$  kan förkortas bort ur uttrycket inses att den lösning för  $z$  som här erhålls är identisk med lösningen (9). Med de krav vi här rest på uppsparingen av medel i fallen med korrekt avskrivning respektive omedelbar avskrivning gäller således för identiska investeringar och med samma  $b$ , att den andel av avskrivningsmedlen som måste sparas inom företaget för en nyinvestering är lika stor i båda fallen. Därav följer också att en lika stor andel av avskrivningarna kan delas ut för att i aktieägarens hand representera ett värde i förhållande till det för investeringen uppoffrade beloppet av de relativa storleksordningar som ovan visats för vad vi kallat isolerade investeringar. De slutsatser vi dragit om den omedelbara avskrivningens lönsamhetseffekter i förhållande till skattemässiga avskrivningar överensstämmande med de ekonomiskt korrekta rubbas således inte. I själva verket blir det fråga om en förstärkt lönsamhetsförbättring vid omedelbar avskrivning genom att i detta fall ett nominellt lika stort uppoffrat belopp paras med en i förhållande till det uppoffrade beloppet större egentlig vinst. Vi kan vid en jämförelse mellan fallen III och IV skriva:

$$\frac{P+A}{(1-b)P+A} < \frac{P+\frac{x-z}{x}A}{(1-b)P+\frac{x-z}{x}A}.$$

Bilden skulle emellertid kunna bli en annan om vi valt att laborera med andra förutsättningar för företaget. Vi skulle exempelvis kunna tänka oss att företaget trots den omedelbara avskrivningsrätten av bolagsrättsliga eller andra skäl känner sig tvingat att driva sin konsolidering längre än till den minimala nivå vi här förutsatt. Ett sådant beteende från företagets sida skulle kunna minska den relativa förbättring i lönsamheten som skattekrediten innebär.

För bolag som i stor utsträckning delar ut sina vinster kan man likaså tänka sig en motsvarande effekt. Om nämligen i återanskaffningsfallet ett bolag som åtnjuter omedelbar avskrivningsrätt inte har den behövliga vinstsumman år  $n$ , vilken under alla omständigheter avses för ackumulation i företaget, men väl motsvarande vinstsumma avsedd för utdelning, får i detta fall skattekrediten utnyttjas i en lägre skattesats. Företaget måste då under in-

vesteringens livstid uppspara det större beloppet  $(1-u)I$ . Vi kan naturligtvis också tänka oss fallet när den behövliga vinstsumman är  $n$  överhuvudtaget inte finns disponibel utan att avdragsrätten måste fördelas över ett antal år. Detta innebär emellertid i detta modellsammanhang endast att investeringen görs på grundval av någon skattemässig avskrivningstid, som är längre än den omedelbara avskrivningen. En riktigt dålig kalkyl för fallet med omedelbar avskrivning kan vi först få om vi vid differentierad bolagsskatt till den utdelade vinstens förmån låter bolaget ackumulera medel till den högre skattesatsen  $b$  utöver de med hänsyn till skattekreditmöjligheterna nödvändiga, varefter dessa medel antas utdelade utan den annars aktuella lägre skattesatsen  $u$ . Det innebär alltså att vi som i fall II låter den högre skattesatsen kvitta betalandet av den lägre. Också i fallet med omedelbar avskrivning finns alltså den effekten att ta hänsyn till vid utdelningsbesluten, när bolagsskatten är differentierad, att de en gång eventuellt återvunna avskrivningsmedlen kommer att bli föremål för ett visst skattesvinn.

Det värde investeringarna i de nu konstruerade återanskaffningsfallen representerar i aktieägarens hand dividerat med det belopp han uppoffrat för att se dem gjorda låter sig nu formaliseras som följer: Den egentliga vinsten kvarstår ograverad från de tidigare fallen I-IV, medan avskrivningsmedlen reduceras med den andel som i de olika fallen måste kvarhållas för att en ny-investering under premisser som ovan skisserats skall kunna göras. Värdet av den nya investeringen låter sig lämpligen skrivas som en serie reinvesteringar vart n:te år genom vilka produktionskapaciteten hålls konstant. I formelspråk innebär det att vi multiplicerar det sammanlagda värdet av våra bägge poster för utdelning med faktorn  $1/[1-1/(d^n)]$  ett steg som naturligtvis endast förstärker de egenskaper som redan finns i de tidigare uttrycken.

De slutsatser som kan dras ur ovanstående exercis måste, på grund av den förenklade framställningen bli vaga. Det fall med korrekta avskrivningar som rubricerats III lämnar vår genomgång i kapitlen 5 och 6 opåverkad. Den skatt som vid en exogent given kalkylräntefot från aktieägarnas sida är av betydelse för utdelningspolitiken är skatten  $b$  för i bolaget ackumulerade medel, medan skatten för utdelade vinstmedel framstår som ointressant. Det komplex av frågeställningar som öppnar sig när man låter aktieägarnas kalkylränta stå i ett beroendeförhållande till den förräntning bolagsinvesteringar kan ge är som visades i de tidigare kapitlen ägnat att moderera detta förhållande. Vi kan nu efter genomgången i detta kapitel också konstatera att en snabbare avskrivningstakt än den ekonomiskt korrekta får till effekt att skattesatsen  $b$ :s betydelse för utdelningsbesluten kommer att minska, för att i ytterlighetsfallet med omedelbar avskrivning framstå som betydelselös. Detta under den orealistiska förutsättningen att de omedelbart avskrivna investeringarna inte för med sig några som helst krav på konsolidering inom företagen. Allt detta till trots låter den gjorda utredningen ana att den mest betydelsefulla skatten för företagens val mellan utdelning och ackumulation inte är  $u$  utan  $b$ .

De typexempel på valsituationer vi här valt att arbeta med har emellertid i sig själva inget värde för att beskriva en realistisk situation. Företagens finansiering aktualiserar i praktiken olika kombinationer av finansieringssätt. Vad det kan gälla är t. ex. en nyemission enligt fall I, där såväl  $i$  som  $u$  är av direkt betydelse, kombinerad med låne- och vinstfinansiering. Kapitalmedlen kommer sedan till användning för investeringar vars avkastning beräknas läggas till grund för investeringar med olika avskrivningsbetingelser osv. Sett också ur ett sådant perspektiv blir svårigheterna att säga något bestämt om just skatternas effekter uppenbara. Vad som därom skulle kunna sägas fordrar i första hand ett empiriskt bakgrundsmaterial.

# Sammanfattning och avslutning

Det kan nu vara tid att försöka samla de i tidigare kapitel anförda synpunkterna till en avslutning. Vissa läsare måste rimligtvis känna irritation inför de många förenklingar som gjorts i resonemanget. Den som ur arbetet vill hämta rekommendationer för skattepolitiska åtgärder måste känna sig villrådig. För att någorlunda klart belysa vissa samband inom det komplicerade samspelet av bolags- och aktieägares skatteplanering har det varit nödvändigt att i många hänseenden radikalt förenkla bilden. Det finns plats för en mängd kompletterande utredningar, avseende så fundamentala problem som t. ex. övervälringsfrågorna, företagens finansiella planering, frågan om det tekniska förfarandet för effektivt upprätthållande av dubbelbeskattningens princip, för att nu bara nämna tre av de viktigaste.

Men något har ändå även denna begränsade undersökning kunnat visa. En förutsättning för vårt resonemang kan sägas vara strävan efter neutralitet hos beskattningen. Neutraliteten förstås därvid så, att skatterna inte bör få påverka valet av företagsform, utdelningspolitik, investeringsobjekt etc. i annan omfattning än lagstiftaren eftersträvar för att med skatten som instrument fullfölja sina politiska syften. Undersökningen har mot denna bakgrund koncentrerats på företagens kapitalanskaffningskostnader. Detta är den punkt, där de utdelade bolagsvinsternas dubbelbeskattning enligt gängse betraktelsesätt kommer in som ett oneutralt moment i konkurrensen mellan olika företagsformer. En diskriminering mot aktiebolagsformen kan lätt misstänkas föreligga. Det är också naturligt att betrakta kapitalanskaffningskostnaderna som en nyckelfråga av det skälet, att dubbelbeskattningen av utdelad vinst kan tänkas föra med sig en inlåsning av kapital inom bolag. Enligt vissa kritikers uppfattning skulle detta leda till en otillräcklig räntabilitetskontroll av investeringarna inom de företag, som har goda möjligheter till självfinansiering.

Som ett första steg i diskussionen har i kapitel 2 behandlats olika former för bolagsbeskattning. I detta sammanhang har det varit naturligt att ge en

låt vara mycket kortfattad bild av den svenska rättsutvecklingen, närmast sedd som en fortskridande effektivisering av dubbelbeskattningen, och att översiktligt behandla olika metoder för att genomföra lättnader i dubbelbeskattningen.

I den följande framställningen har uppmärksamheten främst koncentrerats på den metod, som innebär en differentiering av bolagsbeskattningen till den utdelade vinstens förmån. Förklaringen är främst den, att metoden diskuteras i Sverige och tillämpas i bl. a. Västtyskland. Det är emellertid väl så viktigt att studera det andra huvudalternativet, nämligen lättnader på aktieägar-sidan. Så sker också i kapitel 7. Framställningen där har främst gått ut på att redovisa tekniska skillnader. Men det framkommer, att åtskilligt av vad som sagts om den differentierade bolagsskattens verkningar har sin giltighet också för den andra typen av lättnad i dubbelbeskattningen.

Bolagsbeskattningen får sitt uttryck inte bara som en skatt på bolagen och en skatt på de utdelningar som tillflyter aktieägarna. Det förekommer i allt fler länder också en kapitalvinstskatt på aktievinsterna. Kapitel 3, där den beskattningen behandlas, har huvudsakligen koncentrerats kring de speciella samordningsproblemen mellan kapitalvinstskatt, bolagsskatt och skatt på utdelning — den sistnämnda skatten, vare sig den påläggs som en inkomstskatt eller som en utskiftningskatt.

Det viktigaste som sägs i det kapitlet är att de nu gällande reglerna inte är konsekventa, alldeles oavsett vilket mål lagstiftaren kan tänkas ha satt sig. Det är nu inte så mycket att undra över. Någon koordination har aldrig egentligen eftersträfvats. Och det har dessutom knappast förelegat någon allmänt omfattad konception av bolagsskatten som en skatt riktad mot bolagen som sådana, mot deras kunder eller mot deras ägare.

Framför allt brister systemet i frågan om samordningen mellan utskiftnings-skatt och kapitalvinstskatt. Likaså misstämmer skattefrihetsreglerna för av aktiebolag mottagen utdelning med reglerna om beskattning av vinst vid avyttring av aktier. De ojämnheter, som nu gällande regler innebär, kan visserligen betraktas som relativt litet störande så länge aktievinstbeskattningen har nuvarande schablonartade karaktär. Långt allvarligare skulle det bli, om skatten höjdes eller lades på en mera väsentlig del av den verkliga vinsten, utan att samtidigt samordningsproblemen togs upp till systematisk lösning.

Det följande kapitlet 4 innehåller ett skissartat försök att illustrera företagens marginalkostnader för kapital. Detta avsnitt är från teoretisk synpunkt angripbart i framför allt två hänseenden. Det bygger på en frihandsteckning av marknadsförhållandena för kapital och av finansieringsöversvägandena inom bolagen, vilken med fördel skulle kunna utvidgas med empiriskt material om de faktiska förhållandena. Och det bygger på ett alternativkostnadsresonemang, som i den form det framställts helt visst ger uttryck för allmänna erfarenheter, men som måste ses som en skiss snarare än som en genomförd analys av någon rimlig beslutsmodell. Att resonemanget ändå läggs fram beror på att skissen i den form den fått fixerar ett problem, som lagstiftaren tvingas att ta ställning till, om neutralitetsresonemangen skall tas på allvar.

Det kan visserligen knappast betraktas som vare sig rimligt eller önskvärt att alla bolag för alla investeringar skall ha tillgång till exakt lika dyra pengar. Ett sådant system skulle knappast leda till någon idealisk resursallokering. Men vad man på åtskilliga håll vänder sig mot när det gäller aktiebolagsbeskattningen är att skillnaderna i kapitalanskaffningskostnader kan vara stora mellan olika bolag med i princip helt likartade investeringsobjekt, endast därför att bolagens finansieringsförhållanden skiljer sig åt. Man kritiserar de självfinansierande bolagens lätta tillgång till förhållandevis billiga pengar som en frestelse till dåliga investeringar. Och man angriper dubbelbeskattningen som ett sätt att göra behövliga medel orimligt dyra för de företag, som är hänvisade till aktieemission för att täcka sitt kapitalbehov. I kapitel 4 skisseras de resonemang, som ligger bakom detta slags kritik. Därmed ges en bakgrund för den fortsatta behandlingen av den differentierade bolagsskattens verkningar.

Tanken bakom undersökningen har nämligen varit att just skapa en bild av vad det i praktiken skulle kunna få för konsekvenser, om lagstiftaren sökte förbilliga det genom nyemission invunna kapitalet för bolagen under det att samtidigt utdelning gjordes mera lockande. Verkan av en reform i den riktningen brukar nämligen antas vara att reducera de nyssnämnda diskrepanserna i kapitalkostnaderna för olika företags investeringar.

Innan framställningen mera i detalj förts in på dessa frågor, har i kapitel 4 flyktigt behandlats några metodfrågor, sammanhängande med hur man skall skilja mellan å ena sidan avkastningen av en investering, å andra sidan kostnaden för dess finansiering. Betydelsen av detta kapitel för undersökningen är närmast att visa den arbiträra karaktären av detta slags skiljelinjer. Av mera självständigt intresse är exkursen om pensionsavsättningar, som leder fram till vissa siffermässiga gränsvärden för lönsamheten av att ge med passiveringsrätt förbundna pensionslöften.

Utgångspunkten för de för undersökningen helt centrala kapitel 5 och 6 är en teori för aktiebolagens utdelningspolitik. Den differentierade bolagsbeskattningens *raison d'être* är antagandet att förbilligad utdelning skall underlätta emissionsmöjligheterna och stimulera utdelning på självfinansieringens bekostnad. Det är då naturligt att en undersökning av den differentierade bolagsbeskattningens innebörd tar sin utgångspunkt i ett resonemang om de faktorer, som kan tänkas påverka utdelningspolitiken.

Nu är naturligtvis en varning på sin plats för varje övertro på skatterna som den allena styrande faktorn i företagets handlande. I kapitel 5 har visserligen ett teoretiskt resonemang lagts fram, grundat på skattefaktorn. Men det betonas, och den reservationen måste göras också här, att det är en sak att analysera vad som skulle vara ett rationellt företagshandlande enbart med hänsyn till skatterna, och en helt annan att ta reda på hur företagen faktiskt agerar. Det kan från företagssynpunkt i vissa fall te sig rationellt att låta sitt handlande styras också av som det förefaller irrationella attityder, om dessa t. ex. återspeglas i marknadens värdering av olika företags aktier. Och det är inte alls givet att ett handlande, som i alla lägen betyder den lägsta skattebördan

— vare sig denna mäts för bolaget ensamt eller i kombination med aktieägarnas beskattning — från andra, affärsmässiga synpunkter framstår som idealiskt.

Reservationen är av särskilt stor vikt i det här sammanhanget, eftersom den kan få fundamental betydelse för bedömningen av de framlagda beslutsmodellernas relevans. Om endast skattefaktorn betraktas, kan det visas, att den gynnsammaste utdelningspolitiken för ett bolag, i vars hand pengarna netto efter skatt växer fortare än hos aktieägarna, innebär att utdelning helt underläts. Om institutionella faktorer beaktas kan det tänkas, att en sådan utdelningspolitik stöter på allvarliga hinder. Är den möjlig, kan en lindrig behandling av den outdelade vinsten och i gengäld en relativt ogin behandling av den utdelade vinsten framstå som ett gynnsamt skattealternativ från bolagets och dess aktieägars synpunkt. Talar å andra sidan institutionella skäl för en liberalare utdelningspolitik, är det tänkbart att skattepreferenserna också rättar sig därefter, eftersom det för bolaget och dess ägare i ett sådant läge kan förmodas vara av större intresse att den utdelning man ändå vill företa får en så gynnsam skattebehandling som möjligt.

I kapitel 5 har trots dessa reservationer en modell för utdelningspolitiken konstruerats, som i princip ställer skattefaktorn i förgrunden. Tanken bakom modellen är att försöka illustrera hur en differentierad bolagsskatt kan tänkas påverka en med hänsyn till skattefaktorn bestämd utdelningspolitik hos bolagen. Särskilt intresse får det problemet främst därför, att den differentierade bolagsskatten ofta motiveras med att man vill förbilliga kapitalanskaffningen genom aktieemission. Om det visar sig, att kostnaden för nytt aktiekapital i själva verket inte alls beror av utdelningen och de skattevillkor, som gäller för den, utan i stället av hur den ackumulerade vinsten behandlas, kan detta ställa åtskilliga resonemang på huvudet. Fullt så långt behöver man för övrigt inte gå — det räcker med att anta, att villkoren för den ackumulerade vinstens behandling spelar den relativt större rollen.

Uppläggningsen av kapitel 5 grundas på tanken att ett aktiebolags utdelningspolitik bestäms i överensstämmelse med aktieägarnas intresse, och att aktieägarintresset i princip går ut på maximering av bolagsinvesteringens värde, mätt med hänsyn både till löpande avkastning och värdestegring på aktien. Eftersom en akties värde för en aktieägare normalt bör vara avhängigt dels av vad han kan påräkna i form av utdelning, dels av vad han kan få för aktien vid försäljning — eller i speciella fall vid likvidation av bolaget — och eftersom den påräkneliga kursen vid försäljning måste bli avhängig av en köparens motsvarande värdering, har det framstått som ett rimligt antagande att det värde på aktierna, som det från ägarsynpunkt i första hand gäller att maximera, är det kapitaliserade värdet av löpande och framtida utdelning. Om det därvid är mest lönande att satsa på så stor omedelbar utdelning som möjligt, eller om det lönar sig att ackumulera vinst i bolaget för att få så mycket större utdelning i framtiden, blir med detta betraktelsesätt beroende av förhållandet mellan å ena sidan det förräntningsanspråk och den skatt på in-

komst aktieägaren räknar med, å andra sidan den avkastning netto efter bolagsskatt på innehållen vinst, som bolagets investeringar ger.

Med denna modell för utdelningspolitiken kommer vi fram till det i förstone kanske något överraskande resultatet, att skattebehandlingen av utdelad vinst inte behöver ha någon betydelse för utdelningspolitiken. Så länge pengarna växer fortare inom bolaget än utanför, är ackumulation i princip lönsam. Men bedömningen kan kompliceras av marknadsfaktorer. Om t. ex. en försäljning planeras till placerare med lägre marginalskatt på inkomst och därmed större intresse av utdelning, är det inte alls säkert att den restriktiva utdelningspolitik, som den aktuella ägaren av aktierna skulle vara mest intresserad av att följa, blir den gynnsammaste för honom. Det kan i stället tänkas, att han har mera glädje av att bolaget under någon tid före försäljningen tillämpar en utdelningspolitik, bättre lämpad för den marknad han vänder sig till.

Ingenting hindrar att en viss utdelningspolitik, samtidigt som den för aktieägarna framstår som den gynnsammaste, likväl innebär att aktieplaceringen som sådan inte framstår som räntabel. Det kan därvid förekomma, att dubbelbeskattningen av utdelad vinst får den ursprungliga aktieplaceringen att framstå som olönsam, samtidigt som lättnader i dubbelbeskattningen saknar omedelbar verkan på lönsamheten, därför att en ackumulationspolitik ställer sig relativt lönsammare än en politik med höga utdelningar.

I kapitel 6 har vi sysslat med en exercis, där modellen för utdelningspolitiken tillämpas på olika alternativa fall, kännetecknade antingen av att aktieägarna är indifferentia i valet av utdelningspolitik eller av att det är aktieplaceringen som är marginellt lönsam vid ena eller andra typen av utdelningspolitik, eller att situationen i båda dessa hänseenden är marginell. På dessa fall har applicerats olika skattereformprogram, som alla går ut på differentiering av bolagsskatten till den utdelade vinstens förmån, men som innefattar variationer av alternativt skatten på utdelad vinst, skatten på innehållen vinst eller båda. Som ytterligare alternativ har ryckts in förändringar av inkomstskatten för fysiska personer för att kompensera en sänkning av bolagsskatten på utdelad vinst och vice versa. Analysen har gjorts i två steg, ett helt realistiskt med utgångspunkt från antagandet att aktierna inte kan avyttras annat än till placerare i samma situation som säljarna och ett mera verklighetsanknutet, där aktierna antagits kunna säljas till utomstående med andra preferenser.

Det framgår av denna serie teoretiska övningar, att det inte i alla lägen går att förutse verkningarna av en skattereform av den studerade innebörden, och att den i varje fall inte i alla alternativ kan beräknas få samma utdelningsfrämjande effekt som man i förstone kunde väntat.

Med detta resultat har väl inte all önskvärd klarhet uppnåtts, i varje fall inte för den, som till äventyrs söker ledning för ett lagstiftningsprogram. Men den genomförda modellexercisen kan i alla fall tänkas ha det goda med sig, att problemet i någon mån differentieras. Det kan ju knappast vara någon lycklig utgångspunkt för skattelagstiftningen att betrakta alla bolag som stöpta

i samma form. En närmare precisering av hur olika kalkylförutsättningar innebär — eller bör innebära — skilda reaktionssätt på samma reformpaket bör göra det mera angeläget än tidigare att söka en sådan gestaltning av skatte-reformarbetet, att de olika företagskategorierna kommer till sin rätt.

Analysen har också betydelse i ett helt annat hänseende, nämligen som belysning av tesen om hur dubbelbeskattningen av aktieutdelning fördyrar kostnaden för kapital, anskaffat genom aktieemission, i förhållande till lånat kapital. Den tesen brukar i den vardagliga debatten underbyggas med beräkningar av hur mycket ett aktiebolag måste tjäna netto efter skatt för att få råd till en given utdelning, tillräckligt hög för att motsvara marknadens för-räntningsanspråk. Om det nu visar sig, att under helt rimliga förutsättningar placerarna i vissa fall kan tänkas tämligen ointresserade av utdelning, i varje fall för överskådlig tid framåt, är det möjligt att konkludera inte bara att skattelättnader för utdelning kan vara inadekvata som medel att öka dessa placerares intresse för aktieplaceringar, utan också att bruttoförräntningsanspråket på det kapital de placerar kan sättas på ett annat sätt än med utgångspunkt från skatten på utdelad vinst.

Det är naturligtvis inte därmed sagt något om frekvensen av den ena eller andra placeringskategorin. En sådan utsago får vänta till dess det blivit möjligt att företa en empirisk undersökning. Utsikterna att göra en sådan på det här området är inte särskilt stora. Men redan konstaterandet att det finns olika kalkyltyper, som indicerar helt olikartade beskattningsåtgärder för att minska eventuellt föreliggande skillnader i kapitalanskaffningskostnader för olika bolag, är värt beaktande, även om, eller snarast just därför att det med-för en komplikation i lagstiftningsarbetet.

I kapitel 7 har vi tagit upp den redan nämnda frågan om skillnaden mellan olika sätt att avlyfta dubbelbeskattningen. Avsnittet har placerats efter kapitel 6 för att kunna gripa tillbaka på den teori om utdelningspolitiken, som skisserats där. Det är rimligt att i kapitel 7 inläsa vissa sympatier från författarens sida för den form av lättnad i aktiebolagsbeskattningen, som läggs på aktieägarsidan. Anledningen är främst den, att det förefaller lättare med ett sådant system än genom en differentierad bolagsskatt att individualisera lättnaderna så att de hamnar på rätt ställe. Den harmonisering mellan kapital-vinstskatt på aktier och skatt på utdelning, som behandlas i kapitel 3, förefaller också något enklare att genomföra i samband med ett sådant system än i samband med den differentierade bolagsskatten. Men självfallet är det inte meningen att göra några politiska rekommendationer i detta sammanhang. Och alldeles särskilt bör det påpekas, att redogörelsen för innebörden av systemet inte innebär något som helst förord för att använda det som en form av diskriminering mot utländska investeringar, även om en sådan användning ligger inom möjligheternas ram och hunnit behandlas en del i den internationella diskussionen.

Kapitel 8 om skattedifferentieringen och skattekrediten ansluter på sätt och vis till kapitel 6 men lägger samtidigt en ny aspekt på den differentierade

bolagsskattens problem. Anknytningen till kapitel 6 är helt enkelt den, att man inte lämpligen kan diskutera skattesatsen på bolagsvinst utan att också ta med inkomstberäkningsprinciperna i bilden. Detta är en helt banal synpunkt, t. ex. vid internationella skattetrycksjämförelser. Den har sin betydelse även här.

Utgångspunkten att det finns två slags skatte kredit kan möjligen verka en smula främmande. Tanken är naturligtvis inte att använda ordet skatte kredit i normativ bemärkelse på sådant sätt, att skatten »egentligen borde» betalas vid någon viss tidpunkt. Men det finns i alla fall anledning att med någon term beteckna skillnaden mellan en omedelbart inträdande beskattning och en beskattning med fördröjning.

Vanskligheten ligger i att finna någon lämplig norm för att välja utgångspunkten. I kapitel 8 har som sådan norm satts en omedelbar beskattning, dels hos bolaget, dels efter utdelning hos aktieägarna, av en hos bolaget uppkommande »verklig» vinst. Den avskrivningsmetod, som använts för att bestämma denna vinst är annuitetsmetoden, eftersom denna metod uppfyller villkoret att internräntan på en investering, beräknad brutto före skatt, förhåller sig till den netto efter skatt beräknade internräntan på samma sätt som  $1/(1-t)$ , där  $t$  är skattesatsen. För att förenkla resonemanget har beräkningarna delvis gjorts med utgångspunkt från det ofta verklighetsfrämmande antagandet att bruttoöverskotten är konstanta under en investerings hela livslängd, varefter bruttoöverskotten går ner till noll, eller, uttryckt på annat sätt, investeringen utrangeras utan att något nettoskrotvärde kan bokföras.

Det finns skäl att särskilt dröja just vid denna förenkling, eftersom det vore ett farligt missförstånd att tro, att de nu gällande avskrivningsreglerna generellt skulle ställa sig så fördelaktiga som de ter sig när de appliceras på investeringar med konstant bruttoöverskott. Det är i själva verket klart, att ju snabbare bruttoöverskotten avtar, desto snabbare måste — även med utgångspunkt från det resonemang som ligger bakom annuitetsmetoden — avskrivningar göras. Det krävs inte alls någon särskilt snabbt avtagande bruttoavkastning för att de »riktiga» avskrivningarna från att enligt annuitetsmetoden vid konstanta bruttoöverskott ha varit progressiva skall gå över till att bli avtagande på det sätt de tillåts vara det enligt våra lagregler om räknenskapsenlig avskrivning. Någonting annat än ett räkneexempel, förenklat till läsarens (och författarens) tjänst, är kapitel 8 inte, i varje fall inte något inlägg i debatten om vilka avskrivningsregler som företagsekonomiskt eller skatterättsligt är de lämpligaste.

Om avskrivningarna accelereras i jämförelse med den angivna normen, tolkas detta som att skatte kredit åtnjuts både i avseende på bolagsskatten och inkomstskatten på utdelning. Om avskrivningarna sammanfaller med de »riktiga», men den redovisade vinsten hålls kvar i bolaget i stället för att utdelas, tolkas detta som en skatte kredit avseende inkomstskatten på utdelning.

Den teknik, som används för att illustrera hur en differentierad bolagsskatt verkar när den kombineras med en skatte kredit av ena eller andra slaget, är

visserligen mycket enkel, men den lämnar ändå ett ganska svåröverblickbart resultat. Grundidén är att under olika skattepremissor undersöka hur en investerings kapitaliserade avkastning efter skatt från aktieägarens synpunkt gestaltar sig, ställd i relation till vad vi kallat det »uppoffrade beloppet».

Det finns självfallet åtskilligt att anföra mot en sådan jämförelse. Man kan framför allt fråga sig, om det uppoffrade beloppet, taget som den nettosumma tillskjutet belopp eller — vid självfinansiering — den nettointäkt efter skatt på bolagsvinst och utdelning, varifrån aktieägarna avstått för att finansiera investeringen, kan betraktas som den riktiga utgångspunkten. Det kan hävdas, att man hellre borde företa kalkylen med utgångspunkt från det investerade beloppet. Det är emellertid svårt att se någon för ändamålet bättre lämpad väg än den här valda för att få in skattekreditens värde i resonemanget. Alternativet skulle närmast vara att kalkylera in- och utbetalningsseriens värde i förhållande till hela investeringen och därvid se det omedelbara värdet av skattekrediten som en inbetalning, vilken höjer den beräknade avkastningen. Det kan emellertid diskuteras om det inte ger en mera plastisk bild av investeringsvillkoren att som här skett ta upp både avkastningen efter skatt i förhållande till det investerade beloppet och samma avkastning i förhållande till det belopp som med hänsyn till skattekrediten netto uppoffrats under det år investeringen företogs.

Beroende på vilka förutsättningar som väljs i frågan om utdelningspolitik och investeringsplanering ger de valda exemplen mycket olikartade resultat. En nyckel till förståelsen av dem kan sammanfattningsvis ges så, att den differentierade bolagsskatten negativt påverkar skattekreditens värde i högre grad, ju mera man förutsätter att den omedelbara reduktion av redovisad vinst, som avskrivningsreglerna ger, får köpas med en inom bolaget som innehållen vinst redovisad, framtagna dolda reserv. Kan man däremot konstruera modellen för investeringsbeteendet så, att hela den bokföringsmässiga vinst, som kommer fram i takt med att den omedelbart avskrivna investeringen utnyttjas, också går till utdelning, kommer den differentierade bolagsskatten inte att påverka kalkylresultatet på annat sätt än vilken som helst skattesänkning.

Det blir en omdömessak, i vilken mån man skall betrakta den ena eller andra typen av investeringsplanering som representativ och ägnad att vägleda skattelagstiftaren. I den diskussion, som utspann sig i samband med 1965 års engelska skattereform, där en differentiering på aktieägarsidan byttes mot en dubbelbeskattning med en i förhållande till skatten på outdelad vinst något sänkt, enhetlig bolagsskatt, gjordes det å ena sidan gällande, att effektiviteten av investeringsstimulerande avskrivningsregler skulle sjunka som följd av en sådan reform, å andra sidan att sådana regler inte heller med tidigare skattesystem visat sig särskilt effektiva som påverkningsmedel på företagets handlande. På motsvarande sätt har i USA undersökts effekten av stimulansåtgärder av detta slag, och resultatet har angetts som positivt, Ture [1957]. Det finns skäl att misstänka, att de svenska företagen står de amerikanska

närmare än de engelska i frågan om tendensen att låta skatteplaneringen spela en väsentlig roll som beslutsfaktor.<sup>1</sup>

Antar man detta, kan man ha skäl att allvarligt begrunda skiljaktigheterna mellan olika planeringsalternativ i frågan om konsekvenserna av den differentierade bolagsskatten. Men utgångspunkterna kan därvid växla. Det går i och för sig att driva den tesen att det behövs en utjämning av kapitalanskaffningskostnaderna också när det gäller finansiering genom skattekredit, och att fördenskull betrakta det som någonting önskvärt att skattekrediten i vissa fall tenderar att bli mindre attraktiv som finansieringsform, om bolagsskatten differentieras. Men å andra sidan kan man, särskilt om man ser de föreliggande möjligheterna till skattekreditfinansiering som medvetna uttryck för statsmakternas vilja att stimulera investeringsaktiviteten inom bolagssektorn, betrakta det som betydelsefullt att såvitt möjligt stärka effekten av dessa åtgärder och i motsvarande mån se det som en nackdel om de försvagas.

Lägger man dessa skiljaktigheter i värderingsutgångspunkter över de differenser i effekten av skattekrediten, som det för med sig när man låter kalkylföresättningsarna växla inom ramen för modellresonemanget i kapitel 8, kan slutintrycket knappast bli annat än förvirrande. Vi tvingas till slutsatsen, att de bolagsskattesatser som vi räknat med i kapitel 6 inte annat än med väsentliga modifikationer kan sägas vara de som verkligen gäller, om en i här angiven mening »riktig» inkomstberäkning tas till utgångspunkt. Men vi måste å andra sidan konstatera, att undersökningen inte gett något klart stöd för tanken, att en differentierad bolagsskatt skulle medföra något slags kompensation för den faktiska differentiering till den outdelade vinstens förmån, som skattekreditmöjligheterna för med sig.

Den komplikation, som vi fört in med kapitel 8, kan därför antas i första hand föra till den slutsatsen, att en skattereform inte heller kan påräknas ge entydiga resultat vad skattekreditverkningarna beträffar. Skulle man våga något generellt påstående på grundval av kapitel 8, skulle det vara, att en hård differentiering av bolagsskatten under i och för sig rimliga antaganden beträffande bolagens finansiella planering kan vända skattekreditens fördelar till deras motsats. Så långt kan en reform i varje fall inte motiveras med något önskemål att neutralisera den investeringsstimulerande effekten av existerande skattekreditmöjligheter. Resultatet kan därför mana till försiktighet.

Det kan emellertid inte uteslutas att företagens finansiella planering modifieras som resultat av en reform på sådant sätt, att kalkylförsämringen begränsas eller kalkylen t. o. m. förbättras. Framför allt blir naturligtvis detta fallet, om man genom att fullständigt avlägsna dubbelbeskattningen sörjer för att företagen genom en kombination av utdelning och nytillskott utan merkostnad och i flertalet fall till fördel för aktieägarna, kan undvika en långtgående diskriminering av outdelad vinst. Men det är inte den typen av exempel som vi har tagit upp här. Det har förefallit mera realistiskt att diskutera verk-

---

<sup>1</sup> Västhagen [1953] [1956] och Eliasson [1965] ger vissa hållpunkter för denna förmodan.

ningarna av det slags begränsade upphävande av dubbelbeskattningen, som åtminstone här i Europa varit praktisk politik.

En fortsatt undersökning av dessa frågor bör inriktas på empiriska undersökningar av företagens beteende i frågan om utdelningspolitik och investeringsplanering. Endast med en sådan kunskap kan man dra några säkra slutsatser om den praktiska tillämpligheten av de modellresonemang, som här förts, och därmed om konsekvenserna av diskuterade skattereformer.

# Beräkning och analys av kapitalvärdena av utdelning efter skatt för två alternativ i ett aktiebolag

AV CARL PHILIPSON

## 1. BETECKNINGAR

Bruttoräntefoten av ett aktiebolags placeringar betecknas  $p$  och bolagsskattesatsen för ej utdelad vinst  $b$  och för utdelad vinst  $u$ . Härvid inräknas i  $u$  skatt på skatten för utdelad vinst, s. 108.

Skatteökningen för viss placerare för en utdelningskrona betecknas  $i$ . (Härvid bortses från att man kan ifrågasätta om placerarens genomsnittliga skattesats inberäknat utdelningen skall tillämpas, se s. 108f.)

Kalla en placerares bruttoränteförväntan  $r$  och hans *kalkylräntefot*<sup>1</sup>, dvs. nettoränteförväntan efter skatt  $s = (1 - i)r$ . Sätt vidare  $q = (1 - u)(1 - i)p$ , dvs. placerarens nettoförväntning av en insatskrona om bolaget utdelar hela bruttoräntan. Låt vidare  $v$  vara mot  $s$  svarande förräntningsfaktor  $(1 + s)^{-1}$  samt  $g = p/r$ . I förekommande fall kommer här nämnda storheter att förses med index (se nedan). De kontinuerligt beräknade kapitalvärdena vid insatsårets början betecknas  $V^*$  och  $W^*$  respektive,  $V^* = V_1^* + V_2^*$ , där termerna i högra ledet skall definieras senare. Dessa formler skall endast användas som mellanled för funktionerna  $V = V_1 + V_2$  och  $W$ , som avser de diskontinuerligt beräknade kapitalvärdena vid insatsårets slut. För härledningen av de senare funktionerna ur de förra erfordras de kontinuerliga ränteintensiteterna  $\Pi = \log(1 + q)$  och  $\delta = \log[1 + (1 - i)r] = \log(1 + s)$ . Den kontinuerliga förräntningen innebär, att räntan i varje tidsögonblick läggs till kapitalet, varvid räntan beräknas till  $\Pi dt$  respektive  $\delta dt$  för tidsdifferentialen  $dt$ . För varje helt år blir räntefaktorn lika med den diskontinuerligt beräknade räntefaktorn, så att  $e^{-\delta} = v$ . Emot kapitalvärdet  $\int_0^n \exp[-\delta u] du$  svarar sålunda en efterskottstidränta  $= v[(1 - v^{n+1})/(1 - v)]$ . Den vid kontinuerligt betraktelsesätt använda integralen är att betrakta som gränsvärdet, då  $\Delta t$  går mot  $dt$ , av summa diskontinuerliga kapitalvärden för  $\Delta t$  år. I kapitlen 5–6, s. 122 ff har i formlerna för  $V$  och  $W$

<sup>1</sup> Denna term används i huvudtexten, se kapitel 5, s. 109.

dessa betecknat kapitalvärden av utdelningar på insatskapitalet  $K$ . I detta appendix har i stället dessa beräknats per insatskrona ( $K=1$ ), vilket inte inskränker analysens generalitet.

## 2. FÖRUTSÄTTNINGAR

A) I likhet med kapitel 5 förutsätts i detta appendix att bolaget betalar skatt på hela sin vinst, dvs. att ingen skatte kredit förekommer och att de år utdelning sker, hela vinsten utdelas.

B) I likhet med första delen av kapitel 6 har här förutsatts att någon avyttring till placerare med annan preferens med avseende på utdelning och ackumulation ej förekommer.

C)  $p$ ,  $r$  och  $i$  antas variera med tiden  $t$  efter tidpunkten för insatsen. I det allmänna fallet betecknas funktionerna  $r_t$ ,  $p_t$  och  $i_t$ .

Denna variabilitet i storheterna  $p$  och  $r$  har i regel inte förutsatts i huvudtexten.

D) Vid beräkningen av  $W$  förutsätts att ackumulation avses ske för  $t \leq n$  år och utdelning för  $t > n$  allt framgent. Då gäller vissa olikheter för skattesatserna (se nedan) och beträffande  $p$ ,  $r$ . Vi införa därför beteckningarna  ${}_1r_t$ ,  ${}_1p_t$ ,  ${}_1i_t$  för  $t \leq n$  och  ${}_2r_t$ ,  ${}_2p_t$ ,  ${}_2i_t$  för  $t > n$ .

E) Det förutsätts att  ${}_1r_t \leq [(1-b)/(1-{}_1i_t)] {}_1p_t$ ,  ${}_2r_t \geq (1-u){}_2p_t$  för alla  $i$  respektive perioder.

## 3. FORMLER ENLIGT ANTAGANDEN D OCH E

Antagandet i D leder till nedanstående formler (1a) och (1b) och antagandet i E till (1c) och (1d)  ${}_1\Delta_t$ ,  ${}_2\Delta_t$ ,  ${}_1\varepsilon_t$  och  ${}_2\varepsilon_t$  är icke negativa.

$$\frac{1}{1-u} = \frac{1-{}_1i_t}{1-b} (1+{}_1\Delta_t) \quad (1a)$$

$$\frac{1}{1-u} = \frac{1-{}_2i_t}{1-b} (1-{}_2\Delta_t) \quad (1b)$$

$${}_1g_t = \frac{1-{}_1i_t}{1-b} (1+{}_1\varepsilon_t) \quad (1c)$$

$${}_2g_t = \frac{1}{1-u} (1-{}_2\varepsilon_t) \quad (1d)$$

## 4. HÄRLEDNING AV V OCH W UTAN VARIATION I $p$ , $r$ OCH $i$ INOM INTERVALLEN

Det antas, att var och en av funktionerna  $p_t$ ,  $r_t$ ,  $i_t$  antar ett och samma värde för varje  $t \leq n$ , nämligen  ${}_1p$ ,  ${}_1r$ ,  ${}_1i$  och ett och samma värde för  $t > n$ , nämligen  ${}_2p$ ,  ${}_2r$ ,  ${}_2i$ . Härav följer att i (1a)–(1d) givna relationer gäller under detta antagande med utelämnande av höger index  $t$ .

$W$  är kapitalvärdet vid slutet av insatsåret av en vid slutet av  $(n+1)$ :a året börjande evig tidsränta, vars årsbelopp är lika med utdelningen efter skatt på kapitalvärdet vid slutet av  $n$ :e året av placerarens insatskrona, sedan vinsten ackumulerats under  $n$  år. Kapitalvärdet av  $V$  under de i detta avsnitt givna antagandena är summan av  $V_1$  och  $V_2$ , vilka är lika med kapitalvärdena vid slutet av insatsåret av en tidsränta i  $n$  år, respektive en evig tidsränta att utgå fr. o. m.  $(n+1)$ :a året av utdelningen efter skatt på placerarens insatskrona. Sålunda gäller

$$W = (1-u)_2 g_1 v^n [1 + (1-b)p]^n \quad (2a)$$

$$V = (1-u)_1 g(1 - {}_1 v^{n-1}) + {}_2 g_1 v^n = V_1 + V_2. \quad (2b)$$

I huvudtexten (kapitel 5 och 6) har  ${}_1 g$  och  ${}_2 g$  antagits lika, vilket närmare diskuteras på s. 224–225.

## 5. HÄRLEDNING AV $V$ OCH $W$ MED VARIATION INOM INTERVALLEN

Vi skall i detta avsnitt anta att  $i$ ,  $p$ ,  $r$  inom intervallet  $0 < t \leq n$  utgör kontinuerliga funktioner av  $t$ ,  ${}_1 i_t$ ,  ${}_1 p_t$ ,  ${}_1 r_t$  respektive och för  $t > n$  kontinuerliga funktioner av  $t$ ,  ${}_2 i_t$ ,  ${}_2 p_t$ ,  ${}_2 r_t$ , varvid  $t = n$  kan vara antingen en kontinuitets- eller diskontinuitetspunkt. Det skall då visas att formel (2a) och (2b) gäller approximativt. Påståendet gäller även om dessa funktioner endast är sträckvis kontinuerliga, vilket kan visas genom uppdelning i delperioder över vilka funktionerna är kontinuerliga.

$V_1^*$  är kapitalvärdet vid början av insatsåret av en kontinuerlig tidsränta av utdelningen efter skatt på placerarens insatskrona. Sålunda är  $V_1^* =$

$$\int_0^n \prod_t \exp \left[ - \int_0^t \delta_u du \right] dt$$

och om  $\gamma_t$  sättes lika med  $\prod_t / \delta_t$  kan detta skrivas

$$\int_0^n \gamma_t \delta_t \exp \left[ - \int_0^t \delta_u du \right] dt \quad (3)$$

Härvid har vänster index 1 icke satts ut.

Den välkända Taylorutvecklingen

$$\log (1+x) = x \left[ 1 - \frac{x}{2(1+\theta_x x)^2} \right],$$

där  $0 < \theta_x < 1$ , leder till att

$$\gamma_t = \frac{\log (1+q_t)}{\log (1+s_t)} = \frac{q_t [1 - q_t z_q]}{s_t [1 - s_t z_s]} \quad \text{där} \quad z_q = \frac{1}{2(1+\theta_q q_t)^2}, 0 < \theta_q < 1$$

$$z_s = \frac{1}{2(1+\theta_s s_t)^2}, 0 < \theta_s < 1$$

$$\text{eller } \gamma_t = \frac{(1-u)p_t}{r_t} - Q(t) = (1-u)g_t - Q(t),$$

$$\text{där } Q(t) = \frac{q_t^2 z_q - s_t^2 z_s}{s_t(1 - s_t z_s)}$$

Då härledningen gäller för vänster index 1,  $t \leq n$ , gäller (1 c), varav

$$s_t = k_t q_t, k_t = \frac{1}{1 - \varepsilon_t} \left( 1 - \frac{b-u}{1-u} \right) \quad \text{i regel} < 1.$$

$$z_q = h_t^2 z_s, h_t = 1 - \frac{(\theta_q - k\theta_s)q_t}{1 + \theta_q q_t} < 1.$$

$$Q(t) = \frac{h_t^2 - k_t^2}{k_t} \cdot q_t z_s, \quad \text{varav}$$

$$V_1^* = \int_0^n \left[ (1-u)_1 g_t - \frac{h_t^2 - k_t^2}{k_t} q_t z_s \right] \delta_t \exp \left[ - \int_0^t \delta_u du \right] dt,$$

vilket innebär att uttrycken i parenteserna skall vägas med vikterna

$$\delta_t \exp \left[ - \int_0^t \delta_u du \right] dt.$$

1:a termen i medelvärde kan skrivas  $(1-u)_1 g(1 - e^{-\delta u}) = (1-u)_1 g_1 \delta \int_0^n e^{-\delta u} du$ ,

där  $_1 g$  är ett med  $\delta_t \exp \left[ - \int_0^t \delta_u du \right]$  vägt värde av  $_1 g_t$  och  $_1 \delta = \frac{1}{n} \int_0^n \delta_u du$ .

$\int_0^n e^{-\delta u} du$  är kapitalvärdet av en kontinuerlig tidsränta av 1 under  $n$  år svarande mot kapitalvärdet vid insatsårets början av en efterskottstidsränta under samma tid, vars kapitalvärde vid insatsårets slut är  $(1 - {}_1 v^{n-1})/_1 s$ , där  $_1 v$  svarar mot  $_1 \delta$ . Härav erhålles emot  $V_1^*$  svarande kapitalvärde vid slutet av insatsåret.

$$V_1^* = {}_1 v \left[ V_1 - \int_0^n \frac{{}_1 h_t^2 - {}_1 k_t^2}{{}_1 k_t} \frac{{}_1 g_t {}_1 s_t}{2(1 + \theta_s {}_1 s_t)^2} {}_1 \delta_t \exp \left[ - \int_0^t \delta_u du \right] - \frac{{}_1 g {}_1 s (1 - {}_1 v^{n-1})}{2(1 + {}_1 \theta_s {}_1 s)^2} \right]$$

varav framgår att  $V_1^* \sim {}_1 v V_1$  då avdragstermerna är av låg storleksordning,  $(1-b)/(1-u)$  ligger mellan gränserna säg  $2/3$  och 1 och  $h_t$  är av storleksordningen 1.

Om  $n$  går emot oändligheten dvs. tidsräntan i (3) övergår i en evig tidsränta erhålls i liknande form att  $W^*$  och  $V_2^*$  äro approximativt lika med  ${}_1 v W$  respektive  ${}_1 v V_2$ . Således gäller (2 a), (2 b) approximativt under de utvidgade antagandena, om  $_1 g$ ,  $_1 \delta$  och  $_1 v$  definieras enligt beviset.

## 6. HÄRLEDNING AV $C = V/W$

Om i formlerna (1 a)–(1 d) insätts de vägda  $_1 g$  enligt föregående stycke för  $_1 g_t$  och motsvarande  $_2 g$  för  $_2 g_t$  samt  $1 - {}_1 i_t$ ,  $1 - {}_2 i_t$  ersätts med  $1 - {}_1 i_{\tau_1}$ ,  $1 - {}_2 i_{\tau_1}$ , där  $0 < \tau_1 \leq n < \tau_2$  så gäller (1 c), (1 d) för definition av  $1 - {}_1 \varepsilon$ ,  $1 - {}_2 \varepsilon$ , där dessa

storheter är de med vikterna  ${}_1\delta_t \exp [-\int_0^t \delta_u du]$  respektive motsvarande med vänster index 2 vägda medelvärdena. (1 a), (1 b) gäller som definition av  ${}_1\Delta_{r_1}$ ,  ${}_2\Delta_{r_1}$ .

Enligt formel (1 a) är  $\frac{1-{}_1i_{r_1}}{1-b} = \frac{1}{(1-u)(1+{}_1\Delta_{r_1})}$

och enligt (1 c) således  ${}_1g = \frac{1}{1-u} \cdot \frac{1-{}_1\varepsilon}{1+{}_1\Delta_{r_1}}$

och enligt formel (1 d)  ${}_2g = \frac{1}{1-u} (1-{}_2\varepsilon)$

och således  ${}_1g/{}_2g = \frac{1-{}_1\varepsilon}{(1-{}_2\varepsilon)(1+{}_1\Delta_{r_1})}$

vidare är  $W = (1-u) {}_2g {}_1c^n$

där  ${}_1c$  är  ${}_1v$  multiplicerat med geometriska medelvärdet av  $1 + (1-b) {}_1p_t$ . Om man sätter

$$1 + {}_1s(1-{}_1\varepsilon') = \left\{ \prod_{t=1}^n (1 + (1-b) {}_1p_t) \right\}^{1/n} = {}_1c$$

så erhålls

${}_1c = 1 - {}_1v {}_1s {}_1\varepsilon'$ . Då är

$$C = {}_1c^{-n} \left[ 1 - {}_1v^n {}_1s - \frac{{}_1\varepsilon - \eta}{1-\eta} (1 - {}_1v^{n-1}) \right], \quad (4)$$

där  $\eta = {}_1\Delta_{r_1} - {}_2\varepsilon(1 + {}_1\Delta_{r_0})$ ,  $\eta \geq 0$ , om  ${}_1\Delta_{r_1} \geq {}_2\varepsilon(1 + {}_1\Delta_{r_1})$ .

## 7. ANALYS AV C

a) Antag först att  $(1-b) {}_1p_t = (1-{}_1i_t) {}_1r_t$  för varje  $t \leq n$ . Då blir  ${}_1\varepsilon = {}_1\varepsilon' = 0$ . Låt  ${}^0C$  vara det värde på  $C$ , som erhålls ur detta antagande. Då är

$${}^0C = 1 - {}_1v^n {}_1s + \frac{\eta}{1-\eta} (1 - {}_1v^{n-1}). \quad (5a)$$

$$\text{Sätt } L = \frac{l}{1+l}, \quad \text{där } l = \frac{{}_1v^n {}_1s}{1-{}_1v^{n-1}}; \quad 1+l = \frac{1-{}_1v^n}{1-{}_1v^{n-1}}; \quad L = \frac{{}_1v^n {}_1s}{1-{}_1v^{n-1}}.$$

Villkoret för att  ${}^0C \geq 1$  är att  $\eta/(1-\eta) \geq l$  dvs.  $\eta \geq L$ .

Enligt definitionen av  $\eta$  blir då  ${}^0C \geq 1$  om

$$\frac{{}_1\Delta_{r_1}}{1+{}_1\Delta_{r_1}} \geq {}_2\varepsilon + \frac{{}_1v^n {}_1s}{(1-{}_1v^{n-1})(1+{}_1\Delta_{r_1})}. \quad (5b)$$

Om  ${}_2\varepsilon = 0$  i (1 d) måste sålunda  ${}_1\Delta_{r_1} < L$  för att  ${}^0C < 1$ ; ju större  ${}_2\varepsilon$  är, desto

mindre blir kravet på  ${}_1\Delta_{r_i}$ . Det allmänna villkoret för att  ${}^0C < 1$ , dvs. att  $W > V$  och ackumulation under  $n$  år föredras framför utdelning, kan skrivas

$${}_1\Delta_{r_i} < \frac{{}_2\varepsilon + L}{1 - {}_2\varepsilon}. \quad (5c)$$

b) Om man förutsätter att  $(1 - b)_1p_t < (1 - {}_1i_t)_1r_t$  dvs. både  ${}_1\varepsilon$  och  ${}_1\varepsilon'$  större än 0 (i detta fall användes beteckningen  ${}^1C$  för  $C$ ), erhålls

$${}^1C = \left[ {}^0C - \frac{{}_1\varepsilon}{1 - \eta} (1 - {}_1v^{n-1}) \right] {}_1C^{-n}. \quad (6)$$

Den välkända Taylorutvecklingen

$$(1 + x)^m = 1 + mx + \frac{m(m-1)}{2} (1 + \theta x)^{m-2} x^2, 0 < \theta < 1, m \geq 0, |x| < 1$$

leder till att  ${}^1C \geq 1$ , om

$${}^0C \geq 1 - n_1v\varepsilon'_1s \left[ 1 - \frac{{}_1\varepsilon(1 - {}_1v^{n-1})}{(1 - \eta)n_1v_1\varepsilon'_1s} - \frac{n-1}{2} (1 + \theta_1v_1s_1\varepsilon)^{n-2} {}_1v_1s_1\varepsilon' \right] \quad (6a)$$

Om parentesen är positiv innebär detta starkare krav för att  ${}^1C < 1$  än för att  ${}^0C < 1$ . Då  ${}_1\varepsilon$  och  ${}_1\varepsilon'$  båda beror på olikheterna mellan  $(1 - b)_1p_t$  och  $(1 - {}_1i_t)_1r_t$  för olika  $t$ , så är de av samma storleksordning. Den andra termen i parentesen är omvänt proportionell emot  $n_1s$  under det att sista termen är stigande både med  $n$  och  ${}_1s$ . Denna sista term är för  $n = 10$ ,  ${}_1s = 0,2$  av storleksordningen  $0,9_1\varepsilon'$  medan den andra termen är av storleksordningen

$$\frac{1 - {}_1v^{n-1}}{{}_1v(1 - \eta)},$$

då  ${}^0C$  är  $< 1$  är

$$\frac{1}{1 - \eta} < \frac{1 - {}_1v^{n-1}}{1 - {}_1v^n}$$

dvs. av storleksordningen 1 eller mindre, då är summan av 2:a och sista termen av storleksordningen  $(a + 0,9_1\varepsilon')$ , där  $a$  motsvarar 1 minus andra termen inom parentes i uttrycket (6a). Det gäller då att  $[a + 0,9_1\varepsilon']$  i regel är mindre än 1. I regel är därför kravet, för att  ${}^1C < 1$  enligt (6a) starkare än för att  ${}^0C < 1$  enligt formel (5c).

## 8. ANALYS AV $W$

$$W = (1 - {}_2\varepsilon)(1 - {}_1v_1s_1\varepsilon')^n,$$

detta innebär att  $W = 1$ , om och endast om  ${}_2\varepsilon = {}_1\varepsilon' = 0$  eller

$${}_1s_t = (1 - b)_1p_t \quad (7a)$$

$$\text{och } {}_2s_t = (1 - u)_2p_t \quad (7b)$$

Detta resultat synes vara fullkomligt naturligt, nämligen att, om i båda perioderna placeraren ej kan finna mera lönsamma placeringar än i bolaget, med ackumulation för  $t \leq n$  och utdelning för  $t > n$ , så måste kalkylen, i detta fall och endast i detta fall, leda till  $W = 1$ . Skulle formel (7b) ej vara uppfylld, kommer placeraren att eftersträva någon annan än den tilltänkta placeringen; på grund av antagande  $B$  är en omplacering icke lätt. Skulle detta antagande upphävas, torde sannolikt omplacering ske till en placering med avkastningen  ${}_1p_t$ . Villkoren för en sådan omplacering skall ej diskuteras här. Problemet omfattar ett bedömande av den kurs till vilken försäljningen kan ske. Jämför på denna punkt behandlingen i huvudtexten där antagandet  $B$  upphävs, i fallet med förtytterliga aktier (s. 143 ff).

I detta sammanhang skall ett *specialfall* behandlas, vilket innebär ännu större begränsningar i utseendet av  $p_t$  än de som antagits i avsnitt 4, nämligen att  ${}_1p_t = {}_2p_t = p$ . Ett sådant förhållande kan vara realiserat, om man förutsätter att de belopp, som ackumuleras i bolaget till och med  $n$ :te året av bolaget, kan investeras i långfristiga placeringar till avkastningen  $p$  även efter  $n$ :te året. Efter år  $n$  förutsätts ytterligare att bolaget efter denna tidpunkt inte längre kan erhålla så goda nya investeringsobjekt. Detta innebär, att utdelningen för  $t > n$  kan beräknas med avkastningen  $p$ . Detta hindrar emellertid ej att placerarens räntespråk för  $t \leq n$  och  $t > n$  kan vara olika. Detta leder till att, även om man i ett sådant läge kan tänka sig att placeraren räknar med en utjämnad kalkylräntefot  $r$  i  $V$ , så vore det irrationellt att räkna med samma kalkylräntefot i  $W$ . I princip måste emellertid en sådan utjämnad kalkylräntefot i  $V_3$  beräknas så, att  $V_3$  beräknat med den utjämnade kalkylräntefoten blir lika med den som beräknas med  ${}_1r$  och  ${}_2r$  enligt uttrycken (2a) och (2b). Utjämnningen innebär sålunda ingen förenkling. Om (1c) inte gäller för någon tid efter insatstidpunkten, dvs.  $n = 0$ , reduceras både (2a) och (2b) till  $(1 - u)g$ . Detta fall ligger emellertid utanför det här behandlade problemet.

## 9. ÄNDRADE BOLAGSSKATTESATSER — EN JÄMFÖRANDE ANALYS AV TVÅ FÖRLOPP

I det föregående har det förutsatts att  $u$  och  $b$  äro konstanta fr. o. m. insatstidpunkten och för all framtid. För att bedöma, hur en ändring av bolagsskattesatserna påverkar kalkylerna, skall vi här förutsätta att kalkylen först genomförs med konstanta  $u = u_0$ ,  $b = b_0$  och därefter med konstanta  $u = u_1$  och  $b = b_1$  samt att  $u_0 > u_1$ ,  $b_1 \geq b_0$  och jämföra resultaten. Om vi i båda kalkylerna betraktar *samma* placerare blir, med tanke på att  ${}_1\Delta_{\tau_1}$  i båda kalkylerna förutsätts icke negativ,  $n_0 > n_1$  där  $n_0$  avser den 1:a kalkylen och  $n_1$  den andra kalkylen. Då dessutom i förutsätts bero på  $t$ , blir  ${}_1\tau_1$  i den 1:a kalkylen icke nödvändigtvis lika med motsvarande storhet i den andra kalkylen,  ${}_1j\tau_1$  säg, även om de individuella inkomstskatteskalorna är lika. För att undvika komplikationer som sammanhänger med olika inkomstskatter mellan de två förloppen skall här resultaten av kalkylen med  $u_0$ ,  $b_0$  för en placerare med genomsnittlig

skattesats  ${}_1i_{\tau_1}$  jämföras med resultaten av kalkylen med  $u_1$ ,  $b_1$  för en *annan* placerare med skattesatsen  ${}_1j_{\tau_1}$  så bestämd att  ${}_1\Delta_{\tau_1}$  i båda kalkylerna får samma värde. Detta innebär att  ${}_1j_{\tau_1}$  satisfierar följande ekvation

$$\frac{1-b_0}{(1-u_0)(1-{}_1i_{\tau_1})} = \frac{1-b_1}{(1-u_1)(1-{}_1j_{\tau_1})}. \quad (8a)$$

Enligt uttryck (1 c), gäller att

$$\frac{1-{}_1\varepsilon_1}{1-{}_1\varepsilon_0} = \frac{1-b_1}{1-{}_1j_{\tau_1}} \cdot \frac{1-{}_1i_{\tau_1}}{1-b_0} \cdot \frac{{}_1g_1}{{}_1g_0} \quad (8b)$$

och följaktligen enligt uttrycken (8a) och (8b)

$$\frac{1-{}_1\varepsilon_1}{1-{}_1\varepsilon_0} = \frac{1-u_1}{1-u_0} \cdot \frac{{}_1g_1}{{}_1g_0}. \quad (8c)$$

För 2:a perioden erhålls direkt ur uttrycket (1 d)

$$\frac{1-{}_2\varepsilon_1}{1-{}_2\varepsilon_0} = \frac{1-u_1}{1-u_0} \cdot \frac{{}_2g_1}{{}_2g_0} \quad (8d)$$

och om  ${}_2j_{\tau_1}$  bestäms på samma sätt som i uttrycket (8a)

$$\frac{1-{}_2\varepsilon_1}{1-{}_2\varepsilon_0} = \frac{1-b_1}{1-{}_2j_{\tau_1}} \cdot \frac{1-{}_2i_{\tau_1}}{1-b_0} \cdot \frac{{}_2g_1}{{}_2g_0}. \quad (8e)$$

Här betecknar  ${}_1g_0$ ,  ${}_2g_0$ ,  ${}_1\varepsilon_0$ ,  ${}_2\varepsilon_0$  för den första kalkylen och  ${}_1g_1$ ,  ${}_2g_1$ ,  ${}_1\varepsilon_1$ ,  ${}_2\varepsilon_1$  för den andra kalkylen de storheter, som definierats i avsnitt 1-3 härovan och  ${}_2j_{\tau_1}$  den placerares individuella skattesats, som ger samma  ${}_2\Delta_{\tau_1}$  i andra kalkylen som  ${}_2i_{\tau_1}$  i den första. I vissa fall kommer en del placerare att i andra kalkylen få ett  $n_1$  lika med 0, även om i första kalkylen  $n_0$  är större än 0. För dessa bortfaller (1a), (1c), vilket innebär att man bortsett från dessa i (8a)-(8e).

Av (8c) följer att, då  $u_1 < u_0$ , och, om  ${}_1g_1 > [(1-u_1)/(1-u_0)] {}_1g_0$ , blir  ${}_1\varepsilon_1 < {}_1\varepsilon_0$  och ur (8d) att, då  $u_1 < u_0$ , och, om  ${}_2g_1 > [(1-u_0)/(1-u_1)] {}_2g_0$ , blir  ${}_2\varepsilon_1 < {}_2\varepsilon_0$ . Om  ${}_2p_0 = {}_2p_1$ , så är villkoret för  $g$  uppfyllt, om  ${}_2r_0 < [(1-u_1)/(1-u_0)] {}_2r_1$  och motsvarande för vänster index 1. Om  $u_0 = 2u_1 = 0,5$  innebär sist anförda olikhet att  ${}_2r_0 < 1,5 {}_2r_1$ ; i regel torde större ändringar i kalkylräntefot inte förekomma, varför man kan säga, att (8d) och (8e) i regel medför, att den senare kalkylens  $\varepsilon$  är mindre än  $\varepsilon$  i den förra kalkylen, om  $u_1 < u_0$ , oberoende av skattesatserna  $b$  och  $i$  i de båda kalkylerna. Enligt föregående analys blir härigenom  $C$  i regel större i den senare kalkylen än i den förra. Det leder till att  $n_1$  blir  $< n_0$  [även i de fall där  $n_1 > 0$ ]. Sålunda blir dels, enligt ovan, antalet placerare med  $n_1 > 0$  mindre än antalet placerare med  $n_0 > 0$ , dels blir  $n_1 < n_0$  om man jämför placerare med  $n_1 > 0$  och samma  $\Delta$ . Med användning av (8b) och (8e) kan på samma sätt visas att en minskning av kvoterna i formeln  $(1-b)/(1-i)$  leder till motsatt effekt, och att denna vid jämförelse mellan placerare med samma  $\Delta$ , är oberoende av  $u_0 - u_1$  (bortsett från effekten på  $g$  och  $n$ ). Om jämförelse

sker mellan placerare med både  $n_0$  och  $n_1 > 0$  och olika  $\Delta$  innebär detta att (8b), (8d) gäller, men icke (8c), (8e), vilket innebär att effekten på  ${}_1\varepsilon$  beror på olikheterna i  $u$  och effekten på  ${}_2\varepsilon$  beror på olikheterna i kvoten  $(1-b)/(1-i)$  (om  ${}_1g$  och  ${}_2g$  i båda kalkylerna är lika).

Man kan sålunda säga, att effekten av här antagna olikheter är *dels* att ett mindre antal placerare har  $n_1 > 0$  än  $n_0 > 0$ , *dels* att i regel vid jämförelse mellan placerare med  $n_1 > 0$  och lika  $\Delta$  leder olikheten  $u_1 < u_0$  till större värden för  $C$  och olikheten

$$\frac{1-b_1}{1-{}_1i_1} < \frac{1-b_0}{1-{}_1i_1}$$

och motsvarande för vänster index 2 till motsatt resultat. Om jämförelse sker mellan placerare med olika  $\Delta$  och om  ${}_1g$  och  ${}_2g$  är lika i kalkylerna bestäms  ${}_1\varepsilon$  av (8b), dvs. beror på olikheter i  $(1-b)/(1-i)$ , och  ${}_2\varepsilon$  av (8d) dvs. beror på olikheter i  $u$ . I detta fall bestäms effekten på  $C$  av effekten på  ${}_1\varepsilon + {}_2\varepsilon$ . Bilden kompliceras dessutom av att  $n$  påverkas av olikheterna i  $b$  och  $u$ .

# Frågan om aktieägarnas marginalskatt

## FRÅGESTÄLLNINGEN

Vill man diskutera aktiebolagsbeskattningens anordning, antingen det sker från rättvisesynpunkt eller från sådana med allmänekonomiska perspektiv på beskattningens verkningar sammanhängande synpunkter, som berör skattens effekt t. ex. på självfinansieringen, kommer man inte ifrån att göra vissa antaganden rörande aktieägarnas beskattning. Det är exempelvis nödvändigt att veta något om marginalskatten på aktieutdelningar för att kunna avgöra, huruvida möjligheten att ackumulera sparande inom ett aktiebolag mot en marginell inkomstskatt om ca 52 % skall anses utgöra en förmån för aktieägarna eller inte. Överväganden rörande aktieägarnas marginella beskattning utgör också motiv för utskiftningsskattens höjd, och det är i sammanhang med fastställandet av denna, som man i lagstiftningens förarbeten stöter på uppskattningar härav, även om dessa får betraktas som mycket grova.<sup>1</sup> Antaganden om aktieägarnas marginalskatt måste slutligen vara nödvändiga för bedömningen av hur en reform skulle verka, vilken vore ägnad att stimulera aktieutdelningar genom lägre bolagsskatt för utdelad än för fonderad vinst.

Det kunskapsmaterial, som finns tillgängligt beträffande aktieägandets struktur i Sverige, är tyvärr inte särskilt väl anpassat till denna frågeställning. Vad särskilt beträffar det enskilda aktieägandet, har 1950 års folkräkning vissa siffror till belysning av aktieägandets spridning. Men dessa är inte så differentierade, att därur med rimliga krav på exakthet skulle kunna dras några slutsatser beträffande aktieägarnas marginalskatt. Mottagna aktieutdelningar finns (1950 års folkräkning VII, tab. AH och 7) uppdelade på olika aktieägargrupper efter kön och sammanräknad nettoinkomst.<sup>2</sup> Men dels är över-

<sup>1</sup> SOU 1949:56 s. 49 ff, prop. 240/1950 s. 22 f, 27 och 33 f, BevU 62/1950 s. 22 f.

<sup>2</sup> En mera detaljerad fördelning av innehavet av börsnoterade aktier på grundval av folkräkningsmaterialet redovisas av Lublin [1956], s. 355–365.

gången från sammanräknad nettoinkomst till beskattningsbar inkomst och därmed marginell inkomstskatt inte möjlig att göra utan tämligen grova skönssuppskattningar, dels ligger en väsentlig felkälla däri, att sambeskattningseffekten inte beaktats vid tabellernas uppställning. Eftersom av de kvinnliga aktieägarna, 67 000 personer representerande 112 miljoner av sammanlagt 241 miljoner kronor i aktieutdelning, inte mindre än 24 000 eller drygt tredjedelen var gifta, och sannolikt en icke obetydlig del av de manliga aktieägarna hade hustrur med egen inkomst, skulle en schablonmässig beräkning av marginalskattesatsen på grundval av individuell sammanräknad nettoinkomst bli missvisande. Det kan tilläggas att vid 1960 års allmänna folkräkning inget material rörande aktieägendet samlats in, medan man å andra sidan har att räkna med att 1950 års siffror, som avser 1951 års inkomst, sannolikt är föråldrade och inte utan uppräknings, och därmed nya felkällor, kan appliceras på dagens läge.

Att använda deklarationsmaterial som utgångspunkt för en specialundersökning vore utan tvivel en rationell väg, men återigen naturligtvis endast för att täcka det enskilda aktieägendet. Det av Lindgren insamlade materialet, avseende miljonärsdeklarationer, har i detta hänseende inte blivit tillgängligt och är dessutom numera föråldrat — det bör emellertid noteras, att den utomordentligt ojämna fördelningen av aktieägendet inom olika inkomstklasser gör en sådan intensivundersökning av de högsta inkomsttagarna och förmögensägarna nödvändig, om inte slumpfelen skall bli riskabelt stora. Koncentrationsutredningen kan däremot förväntas ge mera aktuella siffror.

En metod, som i USA använts av Lampmann [1960] går ut på att använda bouppteckningar. Där redovisade innehav kan multipliceras upp på grundval av dödsrisken i den ålders- och könsgрупп, den avlidne tillhört. För personer i de aktiva åldrarna torde emellertid de avlidna från ekonomisk synpunkt icke representera något helt slumpmässigt urval. Eftersom det här i stor omfattning gäller sjuka människor, lär materialet nämligen influeras dels av att sjukdom kunnat dra ner vederbörandes ekonomi, dels av att sjukledighet kan vara ett motiv för en annan placeringspolitik än en frisk person i motsvarande inkomst- och förmögensläge skulle följt.

För att kartlägga aktieinnehavet generellt och inte endast för enskilda aktieägare kan man tänka sig att använda aktieägarregistren hos bolagen. Eftersom de lagstadgade, officiella registren är indelade icke efter namn utan efter aktienummer, och de dessutom kan vara delvis inaktuella och i varje fall innehålla svåridentifierade namn, lär denna möjlighet vara mindre givande.<sup>1</sup>

En annan, kanske mer rationell metod att kartlägga aktieägendet överhuvud och därjämte skaffa sig en utgångspunkt för detaljundersökning av de enskilda aktieägarnas marginalskatteläge, vore att för en stickprovsundersökning utnyttja det material, som kommer in till kupongskattenämnden och innehåller en fullständig redovisning av vilka som mottagit all lyftad aktie-

---

<sup>1</sup> Den har prövats av Fleetwood [1948].

utdelning från svenska bolag. En sådan undersökning skulle inte bara kunna ge besked om vilka fysiska personer, som lyft utdelning, utan även ge en bild av i vilken omfattning svenska bolags aktieutdelningar tillfaller andra aktiebolag, stiftelser och fonder m. m. De tekniska problemen vid en sådan undersökning — i den mån tillstånd till den alls skulle kunna erhållas — vore emellertid sannolikt mycket stora, bl. a. eftersom det här gäller ett mycket omfattande och svåröverskådligt material, som dessutom inte är tillgängligt mer än en begränsad tid, innan uppgifterna sänds ut till länsstyrelserna för inläggande i mottagarnas deklarationer. Det vore emellertid önskvärt att efter hand söka få fram resurser för en sådan undersökning.

## DE ENSKILDA AKTIEÄGARNAS MARGINALSKATT

För denna undersökning av vissa bolagsbeskattningsproblem har en mindre empirisk studie företagits avseende aktieägende fysiska personers marginalskatt. Undersökningen är summarisk och lider av väsentliga felkällor. Den får därför anses närmast åsyfta att ge en fingervisning om de storlekskategorier, inom vilka man kan ha rätt att röra sig vid uppställandet av tillnärmelsevis realistiska, teoretiska exempel för belysning av olika skattereglers verkningar.

Undersökningen av aktieägarnas marginalskatt har gjorts på grundval av det intervjumaterial, som ingår i konjunkturinstitutets undersökning om hushållens finanser 1958. Ur detta material har sällats ut alla de intervjupersoner, vilka vid intervjuerna uppgivit sig äga aktier och/eller redovisat aktieinnehav för andra makens eller barnens del. Av totalt ca 1 730 intervjuer gallrades på detta sätt fram 205, varvid det bör observeras, att det är fråga om ett stratifierat urval med stark övervikt för de högre inkomsttagargrupper, där aktieägende främst förekommer. Av de så uttagna intervjuerna gallrades ytterligare bort 79, beträffande vilka någon utdelning antingen icke alls redovisats, eller redovisad utdelning avsåg sådana aktieinnehav som t. ex. en specerihandlars enstaka aktie i ett ICA-företag eller en lantbrukares aktier i ett lokalt elektriskt distributionsaktiebolag. De flesta utgallrade aktieinnehav motsvarade lantbrukares innehav av någon eller ett fåtal aktier i Skogsägarnas Cellulosa AB. De största aktieinnehav, som lämnades utanför undersökningen, gällde tydliga fall av en- eller fåmansbolag, där rörelsevinsten redovisades som lön, icke som utdelning.

De återstående 126 intervjuerna avsåg i princip aktieinnehav, som lämnat utdelning, och som inte uppenbarligen både genom obetydlighet och härledning till av ägaren bedriven förvärvsverksamhet måste förmodas sakna varje betydelse från utdelningssynpunkt. Det bör påpekas, att den reella betydelsen för undersökningsresultatet av denna gallring torde vara ytterligt obetydlig med hänsyn till den vägning som skett med hänsyn till mottagna utdelningars sammanlagda belopp.

Av de 126 återstående intervjuerna bortföll vid bearbetningen på grund av viss oklarhet i uppgifterna ytterligare 2, båda avseende tämligen obetydliga innehav. För de återstående 124 antecknades de uppvägningsstal, som angivits av konjunkturinstitutet med hänsyn till urvalets stratifiering på grundval av inkomstnivå och arten av förvärvsverksamhet (jordbrukare, rörelseidkare och övriga). Vidare antecknades mottagna utdelningars belopp, varvid det konstaterades, att särskild utdelningsinkomst för hemmavarande barn redovisats i allenast två fall, varjämte i ett fall öppet, sannolikt reellt i ytterligare några fall, barnens utdelningsinkomster slagits ihop med föräldrarnas. Där barnens utdelningar särskilt angivits, medräknades de icke. Makars utdelningar sammanlades. I några fall, där utdelningsbelopp ej angivits, uppfördes en beräknad utdelning motsvarande 4 % av uppgivet börsvärde per 31/12 1958 eller i något fall exakta uppgifter på grundval av aktieinnehavets sammansättning (så när det gällde Koncentra-andelar — för detta ändamål likställda med aktier — vilka inte lämnade utdelning 1958, men beträffande vilka utdelning beräknades på grundval av 1959 års siffra). Detta förfarande torde vara mer rättvisande än ett godtagande av uppgiften, att några utdelningar ej erhöles, eftersom intervjuerna visade att många av de tillfrågade inte kunnat skilja på utdelning och ränta utan ansett båda slagen kapitalavkastning utgöra ränta. I vissa fall hade ränta och utdelning angivits tillsammans. En jämförelse mellan uppgivna börsvärden och utdelningar, där båda uppgifterna lämnats, visade, att 4 % var en typisk relation. I något enstaka fall hade endast aktiernas nominella värde angivits, i vilket fall i stället 6 % utdelning beräknades. Något väsentligt fel kan icke ha uppkommit härigenom.

Härefter infördes marginalsikten. Den beräknades på grundval av inkomstuppgifter, som i 69 av fallen genom statistiska centralbyråns försorg kunnat erhållas ur 1959 års taxeringskalender, och som avsåg statligt taxerad inkomst. Beträffande de återstående 55 fallen beräknades inkomsten på grundval av vid sparundersökningen använt mått på disponibel inkomst exklusive inkomstvinster. Det gällde här i största utsträckning personer i de lägre inkomsttagarskikten, och ett plottingdiagram beträffande de intervjupersoner, för vilka båda uppgifterna var tillgängliga, visade, att överensstämmelsen mellan disponibel inkomst exklusive inkomstvinster och statligt taxerad inkomst var tämligen god med undantag av gruppen över ca 35 000 kronor taxerad inkomst. En viss underskattning torde emellertid ha skett genom denna mycket grova inkomstbestämning. Användningen av löpande inkomst före skatt hade å andra sidan medfört en betydligt större överskattning. Möjligen hade en något bättre överensstämmelse nåtts genom en uppräknings av den disponibla inkomsten med 5–10 %, men särskilt betydelsefull för slutsatset skulle en sådan knappast ha varit.

Marginalsikten beräknades på grundval av de för 1958 gällande skattekalkylerna, med ortsavdrag enligt ortsgrupp V (för ogifta kunde hänsyn tas till eventuell förhöjning på grund av barn) och 13 kronor kommunal utdebite-

ring.<sup>1</sup> Korrektion skedde för rätten till avdrag för kommunalskatt vid stats-skattetaxeringen. Även folkpensionsavgiften, 4 % av den taxerade inkomsten upp till 15 000 kronor, medräknades, reducerad med värdet av avdragsrätten för sådan avgift vid både den statliga och den kommunala taxeringen. Det bortsågs av praktiska skäl från att folkpensionsavgift icke utgår för skatt-skyldiga över 66 år — någon märkbar roll kan denna förenkling knappast ha spelat.

Det vägda medeltalet av marginals-katten på aktieutdelning till enskilda aktieägare kalkylerades som summan av produkterna för varje intervjuad av uppvägningstalet, utdelningsbeloppet och marginals-kattesatsen, dividerad med summan av produkterna av uppvägningstal och utdelningsbelopp. *Det så erhållna resultatet motsvarade en marginals-katt om 47,0 %.*

Representativiteten av det använda materialet belyses genom summering av produkterna av utdelningsbelopp och uppvägningstal. Det visar sig, att materialet i allt representerar ett utdelningsbelopp om 261 miljoner kronor, vilket kan jämföras med 1950 års folkräknings motsvarande totalsiffra, 241 miljoner kronor, vilket senare belopp motsvarade år 1951 uppburna utdelningar. Från 1951 till 1958 steg enligt uppgift från kupongskattekontoret totalsumman av alla svenska aktiebolags utdelningar från 534,8 till 800,1 miljoner kronor, alltså med 49,6 %, och om man finge anta, att enskilda personers andel härav varit konstant, skulle man ha kunnat räkna med en total utdelning till sådana personer om 356 miljoner kronor, vilket innebär, att den föreliggande undersökningens representativitet i förhållande till folkräkningens skulle vara omkring 73 %. Med den sannolikt ökande roll som stiftelsebildning, holdingbolagsägande och dotterbolagsbildning haft, torde andelen i

<sup>1</sup> Marginals-katteskalorna fick härigenom följande utseende:

| Giffta          |                  | Giffta          |                  |
|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| Taxerad inkomst | Marginalskatt, % | Taxerad inkomst | Marginalskatt, % |
| — 1 200         | 0                | — 1 200         | 0                |
| 1 210— 2 000    | 3,8              | 1 210— 4 000    | 3,8              |
| 2 010— 6 000    | 25,3             | 4 010— 12 000   | 25,3             |
| 6 010— 8 000    | 30,3             | 12 010— 14 000  | 30,3             |
| 8 010— 10 000   | 34,5             | 14 010— 15 000  | 33,6             |
| 10 010— 12 000  | 37,1             | 15 010— 16 000  | 31,1             |
| 12 010— 14 000  | 39,6             | 16 010— 20 000  | 36,5             |
| 14 010— 15 000  | 42,9             | 20 010— 24 000  | 40,0             |
| 15 010— 18 000  | 40,8             | 24 010— 34 000  | 45,2             |
| 18 010— 22 000  | 44,3             | 34 010— 44 000  | 50,4             |
| 22 010— 32 000  | 48,7             | 44 010— 64 000  | 54,8             |
| 32 010— 42 000  | 52,1             | 64 010—104 000  | 60,0             |
| 42 010— 62 000  | 55,6             | 104 010—154 000 | 64,3             |
| 62 010—102 000  | 60,0             | 154 010—        | 69,5             |
| 102 010—152 000 | 64,3             |                 |                  |
| 152 010—        | 69,5             |                 |                  |

fråga varit sjunkande, varför underrepresentationen snarast torde varit mindre än denna siffra anger.

Ett systematiskt fel i undersökningen torde vara användandet av disponibel inkomst i stället för taxerad inkomst för de personers del, vilka av olika anledningar, främst alltför låg taxerad inkomst, inte återfunnits i taxeringskalendern. De 55 fall av totalt 124, för vilka denna inkomstsiffra måst användas, motsvarar främst på grund av de höga uppvägningstalen för lägre inkomsttagare, 127 miljoner av totalt 261 miljoner kronor representerad utdelning. Om man, vilket torde vara maximalt, räknar med en genomsnittlig underskattning av marginalsikten på dessa utdelningar med 2 % på grund av den bristande överensstämmelsen mellan disponibel och taxerad inkomst, skulle detta alltså motivera en höjning med knappt 1 %, och det rätta resultatet alltså vara 48 %, en avvikelse väl inom den felmarginal, som av andra anledningar måste förmodas gälla för den företagna beräkningen.

En viktig faktor, som likaledes torde vara ägnad att resultera i en underskattning av marginalsikten, är den otillräckliga representativiteten beträffande de allra högsta inkomsttagarna. Det lägsta uppräkningsstalet i någon grupp var 409, och det säger sig självt, att ett nät med så glesa maskor inte kan vara tillräckligt för att fånga in det relativa fåtal personer, som representerar det högst beskattade skiktet bland de svenska aktieägarna. Det högsta utdelningsbelopp per hushåll, som finns representerat inom undersökningen, är sålunda endast 55 000 kronor. Eftersom drygt tredjedelen av sammanlagda representerade aktieutdelningen motsvarar sådana intervjuade, som redovisat en utdelning under året om 20 000 kronor eller däröver, kan man emellertid inte räkna med att detta fel skulle vara alltför väsentligt. Man kan således notera, att i folkräkningen de inkomsttagargrupper, som redovisade en utdelningsinkomst i medeltal per inkomsttagare med aktier i motsvarande läge (varierande från 18 606 till 104 931 kronor per inkomsttagare i skikten från 30 000 kronor och uppåt för kvinnor, 100 000 kronor och uppåt för män), svarade för endast 22,9 % av hela inkomsten av aktier.

Mycket allvarigare är den underskattning som kommer därav, att förmögenhetsskatten i vissa fall kan få funktionen av en ytterligare marginell inkomstskatt. Det gäller de fall, där någon av de reduktionsregler träder i tillämpning, vilka begränsar förmögenhetsskatten till skatten på en förmögenhet motsvarande 30 gånger den sammanräknade nettoinkomsten (med viss justering), dock längst halva den skattepliktiga förmögenheten, och begränsar det totala skatteuttaget till 80 % av inkomsten (statligt taxerad inkomst plus medgivet avdrag för kommunalskatt med ytterligare justering i vissa fall), dock lägst kommunalskatten plus förmögenhetsskatt på halva den skattepliktiga förmögenheten. Med hänsyn till den förra reduktionsregeln kan en inkomsthöjning i vissa lägen leda till en marginell skattebelastning motsvarande den enligt ovan uträknade marginella inkomstskatten plus upp till 1,8 % av inkomsthöjningens trettiodubbla belopp eller maximalt 54 %, vilket tillsammantaget kan ge en marginalsikt åtskilligt över 100 %. I det senare fallet

kan den marginella belastningen på inkomsten i vissa fall komma upp till 80 %, i andra begränsas till kommunalskatten, f. n. omkring 19 %. Undersökningsmaterialet har inte möjliggjort hänsyn till fall av detta slag, varför man på denna punkt sannolikt har att göra med en underskattning, så mycket väsentligare, sedan kursstegringen på aktier bidragit till att väsentligt utöka antalet av de fall, där ifrågavarande reduktionsregler aktualiseras.

Även en överskattning av marginalsattesiffran är tänkbar, nämligen om man tar i betraktande att särskilt för lägre inkomsttagarskikt i intervju-materialet noggrannheten i redovisningen av kapitalinkomster och speciellt i redovisningen av utdelning skild från ränta torde vara sämre än i de skikt, där aktieinnehaven är mer väsentliga. Bortseendet från barns aktieinnehav leder likaså till att en av många utnyttjad möjlighet till sänkning av marginals-katten på aktiers avkastning genom fördelning på familjemedlemmar försummas. Särskilt sedan de benefika barnreverserna genom 1956 års praxis-ändring (RÅ 1956 ref. 11) blivit mindre användbara för sådana ändamål torde åtskilliga aktieinnehav ha förts över på barn till inlösen av sådana reverser. Slutligen spelar skattefriheten för nettointäkt av kapital upp till 300 kronor för ensamstående och 600 kronor för makar (numera höjd till 400 respektive 800 kronor) rimligen en större roll för aktieägare i lägre inkomstlägen än för sådana i högre. Utredningen har dock inte kunnat utsträckas till att omfatta även ett hänsynstagande till de fall, då avdrag av detta slag kvarstått outnyttjat och aktieutdelningens marginella skattebelastning därigenom blivit lika med noll.

Av samma skäl har det även ansetts mindre befogat att redovisa spridnings-mått, eftersom extremlägena såväl uppåt som nedåt kommit att uteslutas. Det är emellertid skäl att notera, att den progressiva skattens gestaltning gör spridningen av den reella marginals-katten speciellt utpräglad för intäkter av kapital, varför det beträffande aktieutdelning ännu mindre än beträffande t. ex. inkomst av tjänst finns anledning att låta sig nöja med ett enhetligt genomsnittsmått på den marginella beskattningen för belysning av skattens inverkan på placerarnas kalkyler.

En ytterligare komplikation, varifrån i detta sammanhang bortsetts, är att marginals-kattesatsen inte undantagslöst är tillämplig för en skattskyldigs hela uppburna utdelning. Det är endast där aktieutdelningen är tillräckligt liten för att ligga i ett enda skikt på progressionsskalan, som marginals-kattesatsen för inkomsttoppen är ett korrekt mått på den skatt, som drabbar hela utdelningen, tänkt som liggande i inkomstens toppskikt. Detta fel torde emellertid inte ha särskilt stor betydelse, eftersom uppburna aktieutdelningar i regel inte uppgått till sådana belopp, att mer än ett inkomstskikt i progressionsskalan berörts. Man kan härvid notera, att inkomstskikten beträffande högre inkomster är åtskilligt bredare än i lägre inkomstlägen, och att större utdelningsbelopp i huvudsak förekommit i de högre inkomstlägena. En viss över-skattning kan emellertid ha ägt rum på detta sätt.

För fullständighetens skull bör det till slut noteras, att i vissa inkomst-

lägen sjukförsäkringsavgiften kan verka höjande på marginals-katten, nämligen där den obligatoriska sjukförsäkringsavgift, som skulle debiteras, överskrider den maximigräns för avgiften, som satts vid 2 % av den statligt taxerade inkomsten. Det finns emellertid ingen anledning att räkna med denna faktor, särskilt med hänsyn till den osäkerhet, som överhuvudtaget kännetecknar inkomstberäkningarna för dem, som inte återfunnits i taxeringskalendern.

Med beaktande av alla dessa osäkerhetsfaktorer synes den företagna undersökningen, i avvaktan på den mer exakta kartläggning, som borde kunna göras på grundval av deklara-tionsmaterial eller kupongskattenämndens uppgifter, ge åtminstone en fingervisning om på vilken ungefärlig nivå man kan räkna med att aktieägarnas genomsnittliga marginals-katt ligger. Om man räknar med att en viss underskattning är mer sannolik än motsatsen, skulle undersökningen ge ett visst stöd för användandet av siffran 50 % i schablonmässiga uppskattningar av marginals-katten i fråga. Framförallt de senaste årens höjningar av den kommunala utdebiteringen gör det rimligt att anta, att även den siffran numera ligger i underkant.

Det bör emellertid observeras, att detta mått, även om det skulle äga en helt annan exakthet än man får räkna med beträffande den nu redovisade undersökningen, inte kan användas för belysning av aktiebolagens konkreta motivbildning beträffande utdelningspolitik etc.

Bl. a. finns det nämligen allt skäl att räkna med att ägandespridningen för de svenska aktiebolagens del är mycket bredare än spridningen av den ekonomiska makten i samma bolag, och det finns fördenskull skäl att anta, att den politik, som förs av bolagsstyrelserna och av de på bolagsstämmorna representerade aktieägarna, gestaltas på grundval av preferenserna i en aktieägargrupp, som står högre på inkomstskalan än den genomsnittlige aktieägaren.

Å andra sidan måste en sådan maktägande grupp beakta även andra aktieäga-res värderingar. Det är exempelvis inte sannolikt, att en dominerande minoritetsgrupp av aktieägare med hög marginals-katt, vilka ser som sitt intresse att hålla utdelningarna nere, eftersom deras nettobehållning av beslutad utdelning efter skatt skulle vara obetydlig eller negativ, kan fullfölja en extrem politik av detta slag, om det skulle medföra, att aktieägare med lägre marginals-katt och andra preferenser vände sitt intresse bort från aktierna i fråga och därmed äventyrade den ledande gruppens möjligheter att via skattefri kursstegringsvinst realisera frukterna av det för dem skattebilligare sparandet inom bolag. Även där innehavarna av den ekonomiska makten i ett bolag skulle vilja bortse från rent mänskliga hänsyn till småaktieägarnas krav på en stadig avkastning av sitt kapital, kan de ha ett konkret eget intresse av att bedriva en sådan politik, att kursen på aktierna vårdas.

# The Corporation Income Tax and the Cost of Capital

The book deals with the connection between the form of taxation on corporations and their shareholders and the cost of capital to the corporation. It is a theoretical study, and even within the theoretical framework, the complicated interplay between the tax planning of the shareholders and the corresponding planning on the side of the corporations has made it necessary to pass over many fundamental problems still to be solved. The book will, for example, shed no further light on the old problem of the incidence of the corporate income tax. The working hypothesis chosen is that the corporation income tax is only partially, if at all, shifted to consumers. This supposition is rather easy to choose for a Swedish study, not only because of the general arguments brought forward in its support, but particularly because of the heavy importance of the foreign trade sector in the Swedish economy, which makes the “closed economy” models for the incidence problem particularly inaccurate. The financial planning of corporations in general is grossly neglected, and so is the detailed analysis of the legal technique for applying different methods of corporate taxation.

The basic postulate of the study is the neutrality of taxation. The objective of neutrality in this respect is understood to be the wish to have the choice of legal form, of dividend policy, investment projects, and the like uninfluenced by taxation except to an extent desired by the lawmaker to fulfill his policy objectives. The choice of studying the cost of capital is evident in this connection. The “double” taxation of distributed profits is commonly regarded as a main element that is not neutral in the competition between different legal forms of business. It is rather generally maintained that the corporate form is discriminated against in a system, in which distributed profits are fully taxed both at the corporate and the shareholder level. The cost of capital is also a key issue because the double taxation of distributed profits may lead to a locking-in effect in the corporations. Some critics of the present system have

seen this effect as leading to a profitability test of investment planning that is inadequate for corporations which have profits they can plow back.

As a first step, Ch. 2 describes different types of corporate taxation, and in this connection the development of the Swedish system, with special reference to the gradual tightening of the double tax system. Also, different methods for avoiding double taxation are discussed.

In the rest of the book, interest is concentrated on the split-rate method, which implies a differentiation of the corporate tax rate in favor of the dividends distributed rate. This is because the split-rate method has been discussed in Sweden—and partially even applied in the form of a limited temporary dividend deduction—and has been applied for quite some time in Germany and some other countries. It is, however, also important to regard the alternative relief, namely that the alleviation of the double tax is applied on the shareholder's side. Later on, in Ch. 7, the discussion of this alternative, although mainly accounting for technical differences, makes clear that much of what can be said about the split-rate has validity for the dividend credit method as well.

Corporate taxation does not only include the corporate income tax and the income tax on dividends. The capital gains tax on shares is a feature of the tax system in an increasing number of countries. Ch. 3 concentrates mainly upon the particular coordination problems in respect of capital gains tax, corporate income tax, and tax on distributions. In Sweden, the latter is understood not only as ordinary income tax on current distributions but the proportional tax levied on liquidation dividends as well.

The main argument brought forward in Ch. 3 is that the rules are inconsistent, whatever the purpose of the law may be. This is by no means astonishing, since coordination in this respect has never been an objective of the lawmaker. One explanation of this lack of coordination may be that the law does not state whether the corporate income tax should be regarded as a tax on the corporations themselves, their customers or their owners.

The inconsistency between the capital gains tax and the tax on liquidation dividends is particularly obvious. The tax relief allowed on intercorporate dividends has no counterpart in the capital gains tax rules. These inconsistencies may seem acceptable as long as the capital gains tax remains in its present crude form. Long-term gains on shares are subject to income taxation in Sweden only in the form that 10 percent of the proceeds (viz. not only the gain) are added to the income and are not taxed if the taxpayer proves that his gain did not exceed 5 percent. However, the coordination problem will be serious if a tax rise is contemplated or the tax will generally be levied on a substantially larger part of the real gain.

In Ch. 4 a sketch of the marginal cost curve for capital is included. The step curve with the upward segments leading from the cheap capital in the form of plowed-back profits, over borrowed capital to the expensive equity capital which has to be paid for in the form of double-taxed dividends, has been

presented before, though not exactly in the same form. The reasoning behind the curve may meet with objections, primarily because of the lack of empirical evidence, and because the thinking in terms of alternative costs which the step curve represents is hardly applicable in a realistic decision model. Nevertheless, the curve is presented because it states a problem which the lawmaker has to solve if he regards the neutrality of taxation as an important objective.

Of course, nobody will urge that all corporations should have access to capital at the same cost for all investment projects. Such a system would certainly not result in an ideal allocation of resources. However, the criticism most heard of pertains to the fact that different corporations with basically quite similar investment objects have to count upon quite different costs of capital in their decision-making, simply because of differences in financial structure between corporations. The self-financing corporations may be tempted to make bad investments with their cheap money. Corporations which have to rely upon new equity will have to cover too high costs of capital for their investment projects. In Ch. 4 the model thinking behind this kind of criticism is sketched and a background given for the analysis of the effects of the double taxation.

The primary purpose of this study is to get a better idea of the practical effects of a reform, which would aim at making new equity capital cheaper and dividends more favorable, tax-wise. Usually, such a reform is supposed to reduce the objectionable discrepancies in cost of capital.

Ch. 4 ends with a rather cursory discussion of some methodological problems, concerning the differentiation between the yield of an investment and the costs of financing it. The implication of this for the present investigation is mainly to demonstrate the arbitrary character of any borderline between the cost-side and the yield-side of the calculation. More interesting may be the note on superannuation reserves, which gives some theoretical limits at which promises concerning future pensions in combination with the right to put aside corresponding untaxed funds may show net profitability to the employer.

Ch. 5 contains the central theme of the book. It states a theory for the dividend policy of the corporation. The basic idea behind the split-rate is the hypothesis that cheaper dividends improve the chances of equity financing and stimulate the distribution of profits at the cost of self-financing. Therefore, an investigation into the implications of the split rate system must be based on some conception of the factors influencing the corporate dividend policy.

Of course, any overstating of the importance of taxation for corporate policy is ill advised. On the one hand, the theoretical model is based on taxes alone, while on the other hand, as is pointed out in this chapter, there may be a difference between rational action from an isolated tax point of view and the actual policy of those who decide corporate policies. For corporate management, it may be entirely rational to accept quite irrational attitudes of the public, provided these attitudes are reflected in the stock market valuation of the shares of the corporation. Also it is not assumed that a line of action directed

at minimizing the tax burden—measured for the corporation alone or in combination with the tax on the shareholders—is always the best policy when it is considered in a more general business context.

These reservations are particularly important here since they may be fundamental in making a judgment on the relevance of the theoretical models discussed. If we take into regard the tax factor alone, we will find that the best distribution policy for a corporation, in whose hands the capital grows faster than in the hands of its shareholders, is to abstain from distributing any dividend. There may be institutional factors preventing the uncompromising fulfillment of such a policy. If they can, however, the shareholders and the management may have reason to prefer a tax system which treats leniently the profits retained in the corporation, even at the cost of a more rigorous rule in respect of distributions. On the other hand, they may prefer a system which favors distributions at the cost of self-financing, if for institutional reasons the distribution of dividends is regarded as a must and their tax treatment is a matter of concern.

In spite of all these reservations, in Ch. 5, the decision model for dividend policy is based on the tax factor. The idea is to show how a split corporate tax rate may influence a dividend policy that is based on tax planning. This problem is particularly interesting, because the proposals to introduce the split rate are often motivated by the desire to make new equity capital cheaper. If it can be demonstrated that the cost of new equity capital is in fact not dependent on the rate of distribution and the tax on profits distributed, but instead is mainly a function of the tax regime pertaining to retained profits, the argument may change considerably. Incidentally, one need not go as far as that. It is enough to prove that the tax treatment of retained profits is relatively the more important issue.

The conclusion in Ch. 5 is based on the assumption that management's dividend policy is decided in accordance with the objectives of the shareholders, and that the shareholders basically want to maximize the present value of their investment, measured both with regard to current yield and appreciation. Since the value of a share in the hands of a shareholder normally should depend partly upon the dividend prospects and partly upon the expected net proceeds at a forthcoming sale or at possible liquidation, and since the selling price must depend on the corresponding value applied to the share by the prospective buyer, it has been regarded as a fair assumption that the share value to be maximized is the discounted value of current and future dividends. The answer to the question whether it pays better to take a maximum dividend now or retain the profits will depend on what guides the shareholders decision, namely the relationship of the required interest rate net of personal income tax to the net yield after corporation tax on retained profits, preferred by the investment projects of the corporation.

Initially, it may seem somewhat surprising that in this model the tax on distributed profits does not influence the dividend policy. If the money grows

quicker inside the corporation than outside, retention will pay, whatever the tax rate on distributed profits. Market factors may, however, influence the judgment. If a sale to an investor with lower marginal income tax and accordingly more interest in dividends is planned, it is not at all certain that the restrictive dividend policy most preferred by the present shareholder will prove the most profitable to him. He might do better by adapting the dividend policy, before the sale of the shares, to the preferences of the market he depends upon for selling.

A particular dividend policy may be the best one regarding the preferences of the shareholders, even though the investment in the shares is unprofitable. It may well happen that the double taxation of distributed profits makes the original investment unprofitable, whereas relief from the double taxation of distributed profits does not influence the profitability, a retention being preferred to high dividends.

In Ch. 6, the model is used for an exercise, in which the dividend policy is studied in a series of marginal situations, characterized by being marginal in respect of the choice of dividend policy, in respect of the profitability of the investment in the shares, or in both respects. In all these cases, different tax reform programs are studied, all concerning a split rate in favor of distributions, but implying variations in the rate on retained profits, distributed profits, or both. Further alternative programs imply a change of the income tax rate of individuals, in order to compensate for a reduction in the corporate tax rate on distributed profits or an increase in the rate on retained profits. In the latter case, the compensation would, of course, take the form of a lower income tax rate on individuals. The marginal analysis has been undertaken in two steps. The first, entirely unrealistic implies that shares can be sold only to investors with preferences identical to those of the sellers, the second, more realistic implies that the buyers may have different preferences.

It is made clear from this series of theoretical exercises that it will not be possible in all situations to foresee the effects of each reform studied. At any rate, the reform will not in all cases be likely to produce the effect of promoting distributions that might have been expected.

These results certainly do not suffice to fulfill the desires of those who want guidance for a law reform program. The exercise may, however, have the positive result of differentiating the problem somewhat. It is certainly not a good approach to legislative activity to assume all corporations to be of the same kind. A more precise statement of the connection between the planning situations of different corporations and their shareholders and the reactions of both to the same tax reform should stress the importance of such orientation of tax reform planning so as to take account of the different categories involved.

The idea that new equity capital is much more expensive than borrowed funds is commonly supported by calculations showing how much a corporation must earn before tax in order to honor net after tax, through its dividends, the interest requirements of the market. If some investors, however, are un-

interested in dividends, at least for the foreseeable future, it is possible to conclude that not only tax relief to distributed profits may be inadequate as a means of increasing the interest among these investors for investment in corporate stock, but also that the investors' yield requirements may be based on other alternatives and be influenced by other factors than the tax on distributed profits.

The relative importance of each category of shareholders has not been studied, because this has to be done in the context of an empirical study, and the prospects of such a study are not too good. The statement that there may exist different types of calculations, which indicate quite different tax measures for reducing the differences in costs of capital for different corporations, is, however, worth some regard, even though possibly bringing in some further complication into the legislative work.

Ch. 7 is concerned with the dividend credit method as an alternative to the split-rate method, for the purpose of avoiding the double taxation. In the chapter, some sympathy is expressed for this method, with which the relief is on the shareholders' side. The reason is that it seems to offer better chances of applying relief in an individual manner to the right investors. Harmonization between the capital gains tax and the tax on dividends discussed in Ch. 3 also seems somewhat easier to achieve in connection with such a system than in connection with a split-rate system. But this is obviously not the place for political recommendations. Particularly, it should be pointed out that there is no support whatsoever expressed in this study for the use of the dividend credit system as a form of discrimination against foreign investments even though such a use is certainly possible and has been treated rather extensively in international discussions.

The discussion in Ch. 8 of the split-rate and tax deferral is partly based on Ch. 6 but the aspects on the problem of the split rate are elaborated somewhat. It is pointed out in this chapter that the tax rate on corporate profits can hardly be discussed in a realistic manner without regard to the principles guiding the computation of taxable profits. This point of view is obviously quite common and plays an important role in all comparative tax burden studies and in this context as well.

In this chapter a distinction is made between two categories of tax deferral, one with reference to the corporation tax, given by way of liberal depreciation rules, and the other in respect of the individual income tax, which is deferred as long as profits are retained in the corporation and not distributed. A formula is found for the tax rate, at which the value of tax deferral reaches its maximum.

A comparison is made between the net amount sacrificed in order to undertake a given investment under different assumptions as regards the financing: (1) new equity financing, (2) self-financing with profits taxed at the rate applicable to retained profits and the recovery of the invested amount distributed, (3) the same assumption as in (2) but with the variation that the recovery in the form of depreciation allowances is supposed to reduce the need

for other retentions in the corporation which would have had to carry the high tax rate on retentions, and (4) self-financing connected with immediate tax depreciation of the investment. It is demonstrated that under the specific assumptions under (2) the tax deferral achieved by free depreciation is relatively more valuable in a system of split rates than in a system where the corporation tax is levied at the same rate for distributed and undistributed profits. It is also shown that the rate on retained profits has the bigger strategic role in this connection. A study of investment chains tends to confirm this impression, which is, however, qualified in some cases. One of these is, e.g., if a corporation after having used the privilege of immediate depreciation will accumulate profits—taxed at the rate for profits retained—in order to finance a new investment after the previous one is worn out. Here the split rate may make the tax deferral less profitable, if used in connection with such a retention scheme, than a unique rate.

# Litteratur

- Andersson, E., 1962, *Resultatutjämnning vid inkomstbeskattningen*. Helsingfors.
- Barges, A., 1963, *The effects of capital structure on the cost of capital, a test and evaluation of the Modigliani and Miller propositions*. Englewood Cliffs.
- Brittain, J. A., 1966, *Corporate dividend policy*. Washington.
- Dahmén, E., 1960, Industriens finansiering under 1950-talet. *Industriproblem 1960*. Uppsala (Industriens Utredningsinstitut).
- Dean, J., 1952, *Capital budgeting, top-management policy on plant, equipment, and product development*. New York.
- Downing, R. I. m. fl. 1964, *Taxation in Australia, Agenda for reform*. Victoria.
- Duesenberry, J. S., 1958, *Business cycles and economic growth*. New York.
- Edwards, O. E., 1961, Depreciation and the maintenance of real capital, i *Depreciation and replacement policy* (ed. J. L. Meij). Amsterdam.
- Eliasson, G., 1965, *Investment funds in operation*. Stockholm (Konjunkturinstitutet. Occasional paper. 2).
- 1967, *Kreditmarknaden och industrins investeringar, en ekonometrisk studie av företagens kortsiktiga investeringsbeteende*. Uppsala (Industriens Utredningsinstitut).
- Eneroth, B., 1961, *Investeringskalkyler enligt MAPI-metoden anpassade till svenska skatteförhållanden*. Stockholm (Industriens Utredningsinstitut).
- Fleetwood, E., 1948, Kunskap om kapitalister. En utredning om aktieägandet i Sverige. *Industria* 1948:11.
- Goode, R., 1951, *The corporation income tax*. New York.
- Gordon, M. J., 1962, *The investment, financing, and valuation of the corporation*. Homewood, Ill.
- 1967, The incidence of the corporation income tax in US manufacturing 1925–62. *The American Economic Review*, Vol. LVII (1967:4).
- Hansen, B., 1955, *Finanspolitikens ekonomiska teori*. Stockholm (SOU 1955:25).
- Hansen, P., 1962, *The accounting concept of profit*. Köpenhamn.
- Hellner, Å., 1962, *Bolagsbildning ur skatterättslig synvinkel, med särskild hänsyn tagen till omvandling av enskild firma och handelsbolag till aktiebolag*. Stockholm.
- Hoover, E. M., 1954, Some institutional factors in business investment decisions. *The American Economic Review*, Vol. XLIV (1954:2).
- Hållsten, B., 1965, Mål och medel vid aktievinstbeskattning. *Ekonomen* (1965:6).
- 1966a, A note on Modigliani and Miller's extension of the theory of investment and financing. *The Swedish Journal of Economics*, Vol. LXVIII (1962:2).
- 1966b, *Investment and financing decisions, on goal formulation and model building*. Stockholm.
- Johansson, S.-E., 1958, *Lönsamhetsbedömning av avsättning till investeringsfond och utnyttjande av en befintlig investeringsfond*. Stockholm.
- 1961, *Skatt – investering – värdering*. Stockholm.

- Jolivet, V., 1966, The weighted average marginal tax rate on dividends received by individuals in US. *The American Economic Review*, Vol. LVI (1966:3).
- Jääskeläinen, V., 1966, *Optimal financing and tax policy of the corporation*. Helsingfors.
- Krzyzaniak, M. & Musgrave, R. A., 1963, *The shifting of the corporation income tax, an empirical study of its short-run effect upon the rate of return*. Baltimore.
- Lampmann, R. J., 1960, *Changes in the share of wealth held by top wealth-holders 1922-1956*. New York (NBER Occasional Paper 71).
- Lodin, S.-O., 1967, *Koncernens skatterättsliga behandling. En internationell jämförelse*. Del I. Uppsala (stencil).
- Lublin, F., 1956, Börsnoterade aktier och deras ägare. *Statistisk tidskrift*, Årg. 5 (1956:7).
- Lundberg, E., 1961, *Produktivitet och räntabilitet, studier i kapitalets betydelse inom svenskt näringsliv*. Stockholm.
- Löwenthal, B.-G., 1966, *Industrins finansiering 1955-62*. Uppsala (Industriens Utredningsinstitut).
- Merrett, A. J. & Sykes, A., 1963, *The finance and analysis of capital projects*. London.
- Miller, M. H. & Modigliani, F., 1966, Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry. *The American Economic Review*, Vol. LVI (1966:3).
- Modigliani, F. & Miller, M. H., 1958, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *The American Economic Review*, Vol. XLVIII (1958:2).
- 1963, Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, *The American Economic Review*, Vol. LIII (1963:3).
- 1965, The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment—Reply. *The American Economic Review*, Vol. LV (1965:3).
- Mutén, L., 1959, *Inkomst eller kapitalvinst*. Stockholm.
- 1963, Om bolagsbildning och mycket mera. *Svensk skattetidning*, Årg. 30 (1963:4).
- 1965, Beskattningen av aktievinsterna. *Ekonomen* (1965:8).
- 1966, U. K. dividends and retained earnings—one more reflection. *Canadian Tax Journal*, Vol. XIV:3.
- Myrdal, G., 1934, *Finanspolitikens ekonomiska verkningar*. Stockholm (SOU 1934:1).
- Möller, B., 1962, *Svensk aktiemarknad*. Göteborg.
- Näslund, B., 1966, Some effects of taxes on risk taking. *Research Report 2*. Stockholm.
- 1967, An effect of the new tax on common stock in Sweden. *The Swedish Journal of Economics*, Vol. LXIX (1967:3).
- Parsons, R. W., 1967, An Australian view of corporation tax. *British Tax Review*, 1967 Jan-Febr.
- Renck, O., 1967, *Investeringsbedömning i några svenska företag*. Stockholm.
- Samuelson, P. A., 1964, Tax deductibility of economics depreciation to insure invariant valuations. *Journal of Political Economy*, Vol. LXXII:6.
- Sandels, Cl., 1962, *Bolagsskattens funktion i den ekonomiska mekaniken, principiellt och aktuellt om bolagsskatt*. Stockholm.
- Sandström, K. G. A., 1962, *Beskattningen vid aktieutdelning samt utdelning från ekonomisk förening, inkomstbeskattning av det utdelande företaget samt av utdelningsmottagare*. Stockholm.
- Schneider, E., 1944, *Investering og rente*. Köpenhamn.
- 1964, *Der Einfluss der Steuern auf die unternehmerischen Investitionsentscheidungen*. Tübingen.
- Scotto, A., 1955, Aspetti tecnici ed effetti economici di un'imposta sulle società, i *Natura ed effetti economici di un'imposta sulle società*. Rom.

- Solomon, E., 1955, Measuring a company's cost of capital. *The Journal of Business*, Vol. XXVIII:4.
- Terborgh, G., 1958, *Business investment policy*. Washington.
- Ture, N. B., 1957, Accelerated depreciation in the United States 1954-60. New York. (*NBER Fiscal Studies* 9.)
- Västhagen, N., 1953, 1956, *De fria avskrivningarna 1938-51*, Del 1, industrin, del, 2, rederierna. Lund.
- Zachrisson, I., 1962, Rätt till avdrag för förlust å aktier i rörelse. *Skattenytt*, Årg. 12 (1962:6).
- Litteratur där inga författarnamn uppgivits.*
- Aktievinsters beskattning. Betänkande av aktievinstutredningen, *SOU* 1965:72. Stockholm 1965.
- Bericht des Steuer- und Finanzausschusses*. Utg. av Europäische Wirtschaftsgemeinschaft. Frankfurt 1962.
- Författningsförslag, motivering, tabeller. Del I. Betänkande med förslag till ändrade bestämmelser angående beskattning av aktiebolag och andra näringsföretag m. m. avg. av 1928 års bolagsskatteberedning, *SOU* 1931:40. Stockholm 1931.
- Indexlån, Betänkande avg. av värdesäkringskommittén, *SOU* 1964:2. Stockholm 1964.
- Instilling fra skattekomitéen av 1966. Utg. av Finans- og tolldepartementet, Oslo. Otta o. Orkanger 1968.
- Rapports pour le XVIII<sup>e</sup> Congrès International de Droit Financier et Fiscal. *Cahiers de droit fiscal international*, Vol. XLIX b, Hamburg 1964.
- Report of the Royal Commission on Taxation* 1967.
- Stripping of corporate surplus, *Studies of the Royal Commission on taxation*, No. 15, Ottawa 1967.
- Offentligt tryck* där inga författarnamn uppgivits återfinns endast i texten.





UPPSALA UNIVERSITETSBIBLIOTEK



16000

001773748