



Latente eierinntekter og skatteplikt på unoterte aksjer etter aksjonærmodellen

TALL

SOM FORTELLER

RAPPORTER / REPORTS

2022/37

Martin Eckhoff Andresen

I serien Rapporter publiseres analyser og kommenterte statistiske resultater fra ulike undersøkelser. Undersøkelser inkluderer både utvalgsundersøkelser, tellinger og registerbaserte undersøkelser.

©Statistisk sentralbyrå

Ved bruk av materiale fra denne publikasjonen skal Statistisk sentralbyrå oppgis som kilde.

Publisert: 12. september 2022

ISBN 978-82-587-1584-6 (trykt)

ISBN 978-82-587-1585-3 (elektronisk)

ISSN 0806-2056

Standardtegn i tabeller	Symbol
Ikke mulig å oppgi tall Tall finnes ikke på dette tidspunktet fordi kategorien ikke var i bruk da tallene ble samlet inn.	.
Tallgrunnlag mangler Tall er ikke kommet inn i våre databaser eller er for usikre til å publiseres.	..
Vises ikke av kondifensialitetshensyn Tall publiseres ikke for å unngå å identifisere personer eller virksomheter.	:
Desimalskilletegn	,

Forord

Denne rapporten er utarbeidet på oppdrag fra Finansdepartementet i forbindelse med Skatteutvalget - Perspektiver for fremtidens skatte- og avgiftssystem. Forfatteren takker Arnstein Vestre, Ola Vestad, Lasse Eika, og andre kolleger ved SSB for gode innspill og kommentarer, samt Håkon Frede Foss ved Finansdepartementet og Leif Sande og Truls Oscar Nilsen ved Skatteetaten

Statistisk sentralbyrå, 8. juli 2022

Linda Nøstbakken

Sammendrag

Norge innførte i forbindelse med skattereformen i 2006 den såkalte aksjonærmodellen, som innebærer at utbytte er skattepliktig for personlige aksjonærer. I forkant av denne reformen tok mange personlige aksjonærer ut ekstraordinære utbytter, som da var skattefrie, og skjøt disse tilbake i holdingselskaper. Fordi inngangsverdier kommer til fratrukk før utbytteskatt beregnes, hadde disse aksjonærene stort potensial for skattefrie uttak fra selskapene i årene som fulgte, men vi vet mindre om hvordan aksjonærene benyttet dette potensialet og om hvorvidt det er uttømt.

Denne rapporten undersøker empirisk størrelsen på de latente, tilbakeholdte overskuddene i norske unoterte selskap. Vi beregner markedsverdier basert på bokførte verdier, ligningsverdier og ved å predikere fra pris-til-bokforholdet for noterte selskap. Deretter fordeler vi disse verdiene etter hvorvidt de ville utløst skatteplikt eller ikke ved å bruke grunnlagsverdier og skjermingsfradrag fra aksjonærregisteret. Verdiene varierer vesentlig med beregningsmetode, men resultatene tyder på at en synkende andel av de latente eierinntektene er skattefrie over tid. Dette kan på at vesentlige deler av det skattefrie potensialet fra innføringen av aksjonærmodellen er uttømt.

Videre undersøker vi endringer i overkursfond, aksjekapital og uttak av kapital fra selskapene som ble stiftet i 2005, i stor grad holdingselskap stiftet med reinvestert utbytte, og sammenligner dette med selskaper stiftet i årene før og etter. Denne analysen bekrefter at overkursfondene i selskapene som ble stiftet i 2005 er mange ganger større enn selskapene stiftet i tilstøtende år. Disse fondene synker gradvis over tid og langt raskere enn for øvrige selskap, og en tolkning av disse resultatene er at to tredjedeler eller noe mindre av det skattefrie potensialet som ble opparbeidet rundt innføringen av aksjonærmodellen er uttømt.

Til slutt undersøker vi om selskap i posisjon til å utbetale kapital velger å gjøre dette i form av utbytter eller kapitalnedsettelse, hvordan disse beslutningene varierer over tid og hvordan de står i forhold til størrelsen på selskapenes innskutte og opptjente egenkapital. Resultatene tyder på at selskaper utnytter incentiver i skattesystemet til å hente ut kapital i de periodene og på de måtene som skattlegges minst, og senere glatter uttakene ved å føre midler tilbake i selskapene.

Abstract

In 2006, Norway enacted a major tax reform that harmonized the tax rates between labor and capital income and introduced the dividends tax. In anticipation of this, personal shareholders extracted extraordinary dividends in 2005 and reinvested these in holding companies. Because costs are deductible before dividends taxes apply and these shares were typically purchased at a premium, this means that shareholders generated large reserves of tax-free dividends they could draw upon in the following years. We know less about how personal shareholders have used this potential and whether or not it is exhausted.

This report provides descriptive evidence on the size of retained earnings in and valuations of unlisted equity in Norway. We estimate market values based on book values, tax valuations and price-to-book-ratios from listed firms, and attempt to separate these unrealized gains into whether or not they would be tax liable. Results suggest that a diminishing share of the potential gains are tax free over time, suggesting that a majority of the potential for tax free capital gains following the tax reform has been exhausted.

Furthermore, we evaluate the changes in the share premium funds over time for firms established in 2005, and compare these to the same changes for firms established in years before and after. This analysis confirms that share premiums was the major way to reinvest tax free dividends from 2005, and that shareholders drew on these reserves in the following years much more than shareholders of firms established in the years before or after. One interpretation of these results is that close to two thirds of the potential for tax free capital gains stemming from the introduction of the tax reform has been exhausted.

Finally, we investigate the choices to lower share premium funds or pay dividends from firms in position to do so, how these change over time and how they relate to the size of retained earnings or share premium funds. Results suggest that firms react to incentives in the tax system, extracting dividends in ways and over time that minimize tax liabilities.

Innhold

Forord	3
Sammendrag	4
Abstract	5
1 Introduksjon	7
2 Datakilder og utvalg	8
3 Latent, skattepliktig eierinntekt	10
4 Beslutningen om uttak av utbytte	17
5 Konklusjon	19
Referanser	21
Figurregister	22
Tabellregister	23

1 Introduksjon

I 2006 innførte Norge den såkalte aksjonærmodellen for beskatning av utbytte fra aksjer og harmoniserte skatteratene mellom kapital- og arbeidsinntekter. Modellen innførte utbytteskatt for personlige aksjonærer, men (i hovedsak) fritak for utbytteskatt for upersonlige aksjonærer. Tidligere arbeider har vist at personlige aksjonærer ikke overraskende tok ut store ekstraordinære utbytter i 2005, før innføringen av utbytteskatt, og senere skjøt disse inn igjen i nye selskaper som fungerer som holdingselskaper. Inngangsverdiene på aksjene i disse holdingselskapene var store, som regel representert ved overkurs som er mest fleksibelt, og dermed opparbeidet aksjonærene store potensielle skattefrie eierinntekter fordi inngangsverdiene kommer til fratrukk før utbytteskatt beregnes.

Målsettingen med denne analysen er å undersøke langsiktige konsekvenser av innføringen av aksjonærmodellen, herunder å kvantifisere når og hvorvidt dette skattefrie potensialet er uttømt. Det innebærer å kvantifisere latente eierinntekter tilbakeholdt i norske selskaper og tilordne disse til norske private eiere. Videre vil vi undersøke hvilke deler av disse latente eierinntektene som ville utløst skatteplikt. Dette er en krevende øvelse, først og fremst fordi det er vanskelig å anslå hva et selskap kunne vært realisert for, og dernest fordi datagrunnlaget for å anslå skattemessige inngangsverdier er mangelfullt. Videre undersøker vi hvorvidt det store potensialet for skattefrie utbytter som ble opparbeidet i forkant av innføringen av aksjonærmodellen gjennom uttak og reinvestering av utbytte er uttømt. Til slutt undersøker vi hvordan bedrifter som er i utbytteposisjon disponerer overkursfond og opptjent egenkapital til utbetaling til aksjonærene, og i hvilken grad denne kapitalen utbetales som utbytte eller ved kapitalnedsettelse.

For å anslå verdien av unoterte aksjer, begynner vi med den skattemessige ligningsverdien for unoterte selskaper som rapportert i skattemeldingen. I denne inngår verdien av underliggende selskap. Som et alternativ måler vi den bokførte verdien av selskapenes egenkapital. Denne størrelsen er mer stabil over tid da regnskapspraksis har vært mer stabil enn skattereglene, men denne metoden vil antagelig undervurdere verdien ettersom selskaper på toppnivå har en stor og økende andel av sin egenkapital i form av unoterte aksjer (Andresen 2021).

Som et alternativ måler vi derfor egenkapital gjennom hele eierkjeden ved hjelp av aksjonærregisteret. For å unngå dobbelttelling av unoterte aksjer, trekker vi fra verdien av unoterte aksjer i overliggende selskaper før vi summerer over eierskapskjeden. Vi trekker ikke fra bokførte verdier av børsnoterte selskap, ettersom disse skal bokføres til markedsverdi. Tilsvarende legger vi ikke tilbake bokførte verdier av børsnoterte selskap eller unoterte selskap eiet av disse. I et forsøk på å korrigere for aksjer i utlandet, legger vi tilbake i bokført verdi investeringer i utenlandske selskaper der vi finner disse i utvalgsundersøkelser. Likevel tyder resultatene på at vi mister mange investeringer som er bokført hos overliggende selskap, men som vi ikke finner igjen i eierskapskjeden, eksempelvis fordi det er investeringer i selskaper i utlandet, norske selskaper eiet via utlandet, verdipapirfond eller selskaper med deltagerfastsetting.

Vi avslutter derfor analysen av verdsetting av unoterte aksjer ved å bygge på Andresen og Eide Bø

(2022) og predikere markedsverdier fra noterte til unoterte selskap. Samlet sett finner vi at verdien av unoterte aksjer eiet av norske privatpersoner er omtrent 1 000 - 4 000 milliarder kroner i 2019, avhengig av verdsettelsesmetode. Dette kan vi tenke på som verdien av alle aksjer i unoterte selskaper eiet av norske privatpersoner som kunne vært realisert ved salg av aksjen. I utgangspunktet er slike gevinster skattepliktige, men den opprinnelige inngangsverdien og påfølgende skjermingsfradrag er skattefritt etter aksjonærmodellen. Vi benytter data på skjermingsgrunnlag og -fradrag fra aksjonærregisteret til å skille skattefrie og skattepliktige gevinster, og finner at nesten 90% av disse verdiene ville vært utbytteskattepliktige i 2019, opp fra 67% i 2006. Dette tyder på at en vesentlig del av de store skjermingsgrunnlagene og -fradragene som ble opparbeidet som følge av reinvestert skattefritt utbytte fra årene før innføringen av aksjonærmodellen har blitt uttømt.

Vi undersøker dette direkte ved å sammenligne selskaper opprettet i 2005 (og delvis 2006) med selskaper opprettet årene før og etter. Selskapene som ble opprettet i 2005 var i stor grad opprettet som holdingselskaper ved hjelp av reinvestert utbytte tatt ut skattefritt før reformen. Det er derfor ikke overraskende å se at overkursfondene i disse selskapene er langt større enn i selskapene opprettet i årene før og etter. Over tid ser vi at disse overkursfondene synker vesentlig mer enn fondene i sammenlignbare selskaper, antagelig fordi eierne henter ut deler av disse fondene skattefritt. Dette bekreftes av tilsvarende tall på nedsatt aksjekapital og overkurs for de samme selskapene. Samlet sett tyder denne analysen på at to tredjedeler eller litt mindre av potensialet for skattefritt utbytte som oppsto rundt innføringen av reformen er uttømt.

Til slutt undersøker vi tendensen til å foreta henholdsvis kapitalnedsettelse og utbetale utbytte hos selskaper som er i posisjon til det. Resultatene tyder på at selskapene kombinerer bruk av kapitalnedsettelse og utbytter, og tilpasser seg incentivene i skattesystemet for å hente ut kapital med de metodene og i de periodene der skattleggingen er mindre, for så å glatte uttakene over tid ved å skyte penger tilbake i selskapene.

2 Datakilder og utvalg

Dette prosjektet benytter en rekke forskjellige datakilder på person- og bedriftssiden. Dette er registerdata som stammer fra Statistisk sentralbyrå, og er generelt ansett å ha høy kvalitet. Vi benytter årgangene 2004 til 2020, avhengig av kilde.

For å måle regnskapsstørrelser benytter vi to kilder. **Regnskapsdata** må innleveres til Brønnøysundregisteret årlig av alle regnskapspliktige virksomheter, som inkluderer alle aksjeselskaper. Likevel er det enkelte selskaper som ikke finnes i regnskapsregisteret, og i tilfeller der disse finnes i andre kilder benytter vi **data fra Næringsoppgave 2**. Dette er et obligatorisk vedlegg til skattemeldingen for aksjeselskap og allmennaksjeselskap, men leveres ikke av foretak som er omfattet av andre næringsoppgaver, slik som banker og forsikringsselskap. Selskaper i konsern er også pliktige til å rapportere **konsernregnskap** dersom de er i skattemessig konsern med andre norske selskaper. I konsernregnskapene vil alle konserninterne transaksjoner være fjernet, noe som potensielt kunne hjulpet oss

med å unngå dobbelttelling av egenkapital internt i konsernet. Det er unntak for konsernregnskapsplikten for selskap som leverer konsernregnskap til en annen EØS-stat, noe som er relativt vanlig for børsnoterte selskap og som derfor reduserer verdien av denne datakilden.

Vi benytter også **data fra skattemeldingen**, som må leveres av alle aksjeselskaper og andre ikke-personlige skatteyttere. Skattemeldingen inneholder data på inntekts- og formuesstørrelser som danner grunnlaget for skatteutmålingen. Særlig vesentlig er det at den inneholder data på ligningsverdien av unoterte selskap, inkludert verdien til underliggende selskap.

For å knytte personlige eiere til aksjeselskaper samt selskaper til underliggende selskaper benytter vi **aksjonærregisteret**. Registeret inneholder oversikt over eierskap til aksjeposter i alle norske aksjeselskaper per 31.12 hvert år, inkludert aksjens pålydende verdi og antall aksjer slik at vi kan beregne aksjepostens eierandel til selskapet. Aksjonærregisteret inneholder også data på utbytter, kapitalnedsettelse og -forhøyelser.

Fra 2006 til 2016 benytter vi også data over **skjermingsgrunnlag og -fradrag**. Verdiene stammer fra aksjonærregisteroppgaven til det enkelte aksjeselskap, og inneholder data på alle aksjeposter eiet av norske privatpersoner. Her fremgår skattemessig grunnlagsverdi samt fremført skjermingsfradrag, som gjør oss i stand til å beregne hvilke utbytter eller gevinster på den enkelte aksje som vil være skattefrie. En svakhet ved disse dataene er at aksjepostene ikke lar seg koble til aksjepostene fra aksjonærregisteret. Dette innebærer at vi må summere grunnlagsverdi og skjermingsfradrag på person-selskap-år-nivå, og at vi altså tillater at skjermingsfradrag benyttes på tvers av aksjeposter. Dette er i strid med prinsippet om at skjermingsfradraget følger aksjen, da det innebærer at vi tillater at skjermingsfradrag opparbeidet på aksjepost A i et gitt selskap benyttes til fratrukk for gevinster på en annen aksjepost B i samme selskap dersom skjermingsfradraget ikke kunne fullt utnyttes på aksjepost A. Dette måleproblemet er imidlertid begrenset til en svært liten andel personlige aksjonærer.¹

Data på skjermingsgrunnlag har dessverre flere svakheter. I mange tilfeller vil grunnlagsverdiene være for store, og Skatteetaten har gjennom hele 2010-tallet gjennomført rettelser av disse postene, som har resultert i at datakvaliteten er bedre mot slutten av perioden. Dette gjelder særlig store positive verdier som Skatteetaten har konsentrert seg om. Noe overraskende er det også et vesentlig antall negative grunnlagsverdier i dette datasettet, og for årene 2006-2009 er dette så vanlig at summen av grunnlagsverdiene over alle unoterte aksjer er negativ. Selv om det finnes enkelte tilfeller der RISK-justering og overgangsregler til aksjonærmodellen kan gi utslag i negative grunnlagsverdier, er det lite trolig at disse negative grunnlagsverdiene er relle. Vi følger derfor offisiell statistikk og setter negative grunnlagsverdier til null.

Videre benytter vi data fra utvalgsundersøkelsene **Investeringer i utlandet** og **UT-rapporteringen** for å håndtere bokførte verdier av aksjer i utenlandske selskap. Undersøkelsen Investeringer i utlandet er tilgjengelig fra og med 2008, og måler direkteinvesteringer i utenlandske selskaper på minst 20% eierandel. Denne lar oss konstruere et mål på bokført verdi av eierandeler over 20% i alle uten-

¹ Over 99% av eierskapene på person-selskap-år består kun av én aksjepost.

landske selskaper for selskaper som er omfattet av undersøkelsen. UT-rapporteringen inneholder balanseposter mot utlandet, og lar oss tilsvarende konstruere mål på bokførte verdier av eierandeler i utenlandske selskaper. Her er ikke utvalget begrenset til direkteinvesteringer, slik at mindre eierandeler også er med, men det er antagelig en blanding av ulike verdivurderinger som ligger til grunn for verdsettelsen. Begge undersøkelsene dekker bare utvalg, som riktignok er vektet mot aktører med store utenlandsinvesteringer, men som likevel vil mangle vesentlige andeler av utenlandsinvesteringene.

For å konstruere **utvalget av selskaper** begynner vi med alle selskaper som finnes i aksjonærregisteret 31.12 i årene 2004 til 2019. Dette utelukker andre selskapsformer enn AS og ASA. Vi kobler på regnskapsdata, og supplerer dette med data fra næringsoppgave 2 der selskapet ikke finnes i regnskapsdata, i tråd med hva som gjøres for offisiell statistikk, og kaster ut selskaper som ikke finnes i noen av kildene. Vi beholder kun selskaper med positiv bokført egenkapital. Fra disse dataene konstruerer vi et samlet mål på bokført verdi av unoterte aksjer som summen av regnskapspostene investeringer i datterselskap, tilknyttede selskap, aksjer og aksjer i samme konsern, eller tilsvarende poster i næringsoppgaven. I et forsøk på å isolere denne størrelsen til norske unoterte aksjer, kobler vi på mål på bokført verdi av unoterte aksjer i utenlandske selskaper fra UT-rapporteringen og Investeringer i utlandet, og trekker dette fra størrelsen over.

Fra skattemeldingene beholder vi kun ordinære selskap, noe som utelukker petroleum, kraftselskaper og enkelte andre selskapstyper. Videre dropper vi et lite antall selskaper som leverer flere skattemeldinger. For et enkelt selskap er det en datafeil i 2016, og selskapet ser ut til å ha en skattemessig formuesverdi på mer enn 1 300 mrd kr. I dette året setter vi skattemessig formuesverdi til snittet av foregående og etterfølgende år. Vi kobler disse skattemeldingene til utvalget fra regnskapsdata nevnt over.

For å konstruere **utvalget av eiere** begynner vi med aksjeposter eiet av norske privatpersoner i 2004-2019 fra aksjonærregisteret. Vi kollapser eierskap av flere aksjeposter i samme selskap, person og år til én samlet aksjepost, og konstruerer eierandelen i det aktuelle selskapet. Vi kobler deretter på samlet skjermingsgrunnlag og -fradrag for alle aksjeposter, også dette summert i tilfeller der en person har flere aksjeposter i samme selskap.

3 Latent, skattepliktig eierinntekt

For å anslå verdien av unoterte aksjer, begynner vi med den skattemessige ligningsverdien for alle unoterte selskaper som rapportert i skattemeldingen. I denne inngår verdien av underliggende selskap. Vi gjør oppmerksom på at alle endringer i skattesystemet for verdsetting av formuesobjekter eiet av unoterte selskaper som har blitt implementert i perioden vil inngå i denne ligningsverdien, og kan påvirke sammenlignbarhet over tid. Som et alternativ til dette korrigerer vi ligningsverdien for unntaksregelen som tillot selskap å verdsette nystiftede selskaper til summen av pålydende og overkurs frem til 2018.

Et naturlig alternativ er å måle den bokførte verdien av selskapenes egenkapital. Denne størrelsen er mer stabil over tid da regnskapspraksis har vært mer stabil enn skattereglene. En utfordring med dette er imidlertid at en stor andel av unoterte selskaper som er direkte eiet helt eller delvis er holdingselskap, og har sin egenkapital i form av aksjer i andre unoterte selskap. Disse er vanligvis bokført til kostpris i regnskapene, som kan være langt under markedsverdi dersom det underliggende selskapet har eksistert lenge og opparbeidet seg verdi. Av denne grunn er det antagelig mer hensiktsmessig å måle bokført egenkapital lenger ned i eierskapskjeden, hvor en mindre del av eiendelene er undervurdert i regnskapene. Dersom vi legger sammen egenkapitalen gjennom hele eierskapskjeden, risikerer vi imidlertid å dobbelttelle deler av egenkapitalen, fordi denne inngår både i overliggende selskap (som unoterte aksjer) og i underliggende selskap. Størrelsen på dette dobbelttellingsproblemet avhenger av dybden på eierskapskjeden og graden av undervurdering av unoterte aksjer, og er vanskelig å anslå.

For å unngå dobbelttelling er vi avhengig av å trekke fra den bokførte verdien av unoterte aksjer i overliggende selskaper før vi summerer over eierskapskjeden. Dette er krevende, fordi de relevante postene i regnskapene inneholder en rekke aksjer og investeringer som vi ikke nødvendigvis fanger opp ved å arbeide oss gjennom eierskapskjeden, der vi bare kan fange norske aksjeselskap og allmennaksjeselskap. Dette kan for eksempel være aksjer i utlandet, andeler i selskaper med deltagerfastsettelse, i verdipapirfond eller i norske selskaper eiet via slike. I et forsøk på å korrigere for aksjer i utlandet, legger vi tilbake i bokført verdi investeringer i utenlandske selskaper der vi kan måle dette.

Tabell 1: Bokførte verdier av unoterte aksjer eiet av norske privatpersoner, 2004-2019

Mål på verdi	Milliarder
Samlet egenkapital på toppnivå	11 414
- Av dette unoterte aksjer	6 346
- , i utlandet, identifisert fra utvalgsundersøkelser	388,3
Samlet egenkapital fratrukket norske unoterte aksjer	
Nivå 0	5 455
Nivå 1	3 149
Nivå 2	1 579
Nivå 3	867,2
Nivå 4	316,1
Nivå 5	217,1
Nivå 6	59,88
Nivå 7	25,17
Nivå 8	7,622
Nivå 9	1,595
Nivå 10	0,571
Alle nivåer	11 678
Skattemessig formuesverdi	16 907
, korrigert for nye selskap	17 677

Note: Tabellen viser samlet verdi av unoterte aksjer eiet av norske privatpersoner i perioden 2004 - 2019 med forskjellige beregningsmetoder. Alle verdier i milliarder kroner, normalisert til 2021-verdi med konsumprisindeksen.

Resultatene fra disse øvelsene er oppsummert i tabell 1. Tabellen summerer bokført verdi og ligningsverdi målt på ulike måter i alle årene 2004 - 2019 som beskrevet i teksten og konvertert til milliarder 2021-kroner ved hjelp av konsumprisindeksen, for alle unoterte aksjer eiet av norske privat-

personer. Vi ser at den samlede skattemessige formuesverdien er nesten 17 000 milliarder kroner. Dersom vi korrigerer for unntaksregelen som tillater nystiftede selskap å verdsettes til summen av pålydende og overkurs, øker verdien med omtrent 600 milliarder kroner over perioden.

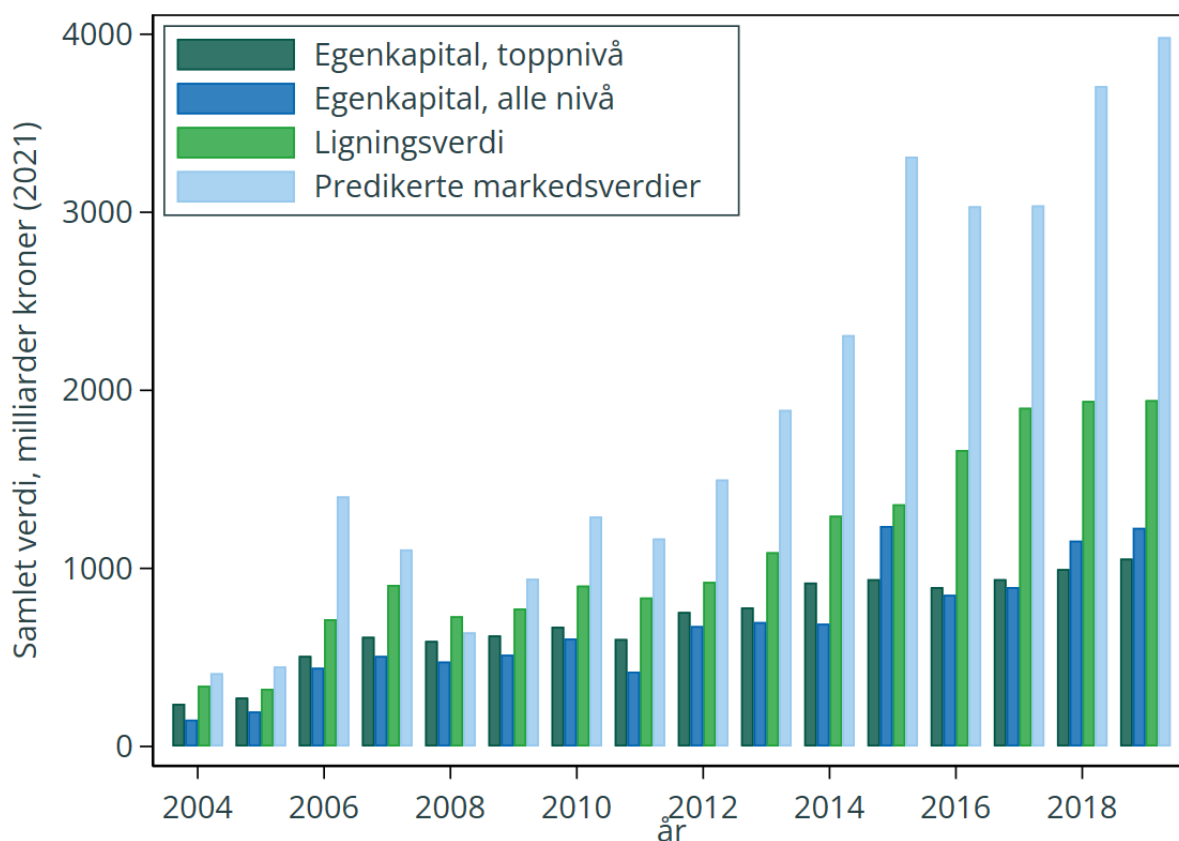
I kontrast til dette er samlet egenkapital på toppnivå langt lavere, rundt 11 000 milliarder kroner. Dette skyldes at skattereglene verdsetter eksempelvis underliggende selskaper og eiendom høyere enn regnskapene, der disse eiendelene ofte vil være bokført til anskaffelseskostnad. Mer enn halvparten av de bokførte verdiene er unoterte aksjer, noe som viser at indirekte eierskap er en vesentlig faktor ved beregning av verdien av unoterte aksjer. En mindre andel, nesten 400 milliarder kroner, er unoterte aksjer i utlandet som vi sporer i utvalgsundersøkelsene Investeringer i utlandet og UT-rapporteringen.

Fordi det er grunn til å anta at verdiene er bokført bedre lenger ned i eierskapskjeden, forsøker vi å summere de bokførte verdiene fratrukket unoterte aksjer i Norge gjennom hele eierskapskjeden snarere enn på toppnivå. Tabell 1 viser at en vesentlig andel av verdiene befinner seg nedover i eierskapskjeden, men når vi har kommet til nivå 10 er det lite verdier igjen å spore. Samlet sett er den bokførte verdien av egenkapitalen målt gjennom hele eierskapskjeden bare marginalt større enn den samlede egenkapitalen på toppnivå. Dette har antagelig sammenheng med at vi ikke er i stand til å følge alle eiendelene som er bokført på toppnivå, slik at vi trekker fra verdien av flere bokførte eiendeler på toppnivå enn det vi senere er i stand til å spore gjennom eierskapskjeden. Dette kan for eksempel være fordi vi ikke fanger selskap med delt ansvar, verdipapirfond, aksjer i utlandet og norske aksjer eiet via utlandet. Dette anslaget er dermed for lavt.

Figur 1 viser våre fire alternative verdsettelsesmetoder for unoterte aksjer per år. Mørke grønne stolper ("egenkapital, toppnivå") angir egenkapitalen til selskapene på toppnivå. Vi ser at verdiene på aksjene målt på denne måten vokser relativt jentv over tid i tråd med at økonomien vokser. Egenkapital fratrukket unoterte aksjer målt over hele eierskapskjeden ("egenkapital, alle nivåer") er mindre enn den bokførte verdien på toppnivå i begynnelsen av perioden, noe som kan skyldes at vi i mindre grad er i stand til å skille norske og utenlandske unoterte aksjer. Mot slutten av perioden er denne størrelsen noe større enn egenkapitalen på toppnivå, men som argumentert ovenfor antar vi at denne er for liten fordi den trekker fra for store verdier i unoterte aksjer og lignende investeringer.

Ligningsverdiene av disse aksjene, derimot, har steget langt mer gjennom perioden enn de bokførte verdiene. Dette har antagelig sammenheng med endringer i skattesystemet for hvordan unoterte selskaper skal verdsettes for formuesskatteformål. Mot slutten av perioden verdsettes unoterte aksjer til nesten det dobbelte av den bokførte verdien.

Det er en større litteratur om verdsettelsen av unoterte aksjer som finner at markedsverdien av børsnoterte selskaper vesentlig overstiger den bokførte verdien (Damgaard og Elkjaer 2014; Bach, Calvet, og Sodini 2020; Smith, Zidar, og Zwick 2021). En måte å korrigere for dette er beregne forholdet mellom pris og bokført egenkapital for børsnoterte selskaper, og deretter ekstrapolere fra denne sammenhengen til direkte eide unoterte selskaper. Vi bygger på Andresen og Eide Bø (2022) når vi predikerer markedsverdier fra noterte til unoterte selskaper innad i grov næringssektor og år, og presenterer



Figur 1: Samlet verdi av unoterte aksjer

Note: Samlet verdi av direkte eide unoterte selskap med ulike beregningsmåter. Alle størrelser i milliarder kroner, justert til 2021-verdi ved hjelp av konsumprisindeksen.

summen av disse predikerte markedsverdiene for alle unoterte aksjer i figur 1. Resultatene tyder på at markedsverdiene er noe større enn ligningsverdiene i starten av perioden. Mot slutten av perioden er markedsverdiene anslagsvis dobbelt så store som ligningsverdiene. Det er også verdt å merke seg at disse markedsverdiene svinger mer over tid enn både ligningsverdier og bokførte verdier.

I det videre fortsetter vi med verdiene basert på a) ligningsverdier korrigert for nye selskap og b) predikerte markedsverdier. Vi ønsker å fordele disse latente eierinntektene etter hvorvidt de hadde vært henholdsvis skattepliktige eller skattefrie, hadde aksjen blitt realisert. Fra aksjonærregisteret observerer vi skjermingsgrunnlag og ubenyttet skjermingsfradrag per aksje. Vi er nødt til å summere disse per selskap, person og år. Vi bruker skjermingsgrunnlaget som skattemessig inngangsverdi, og setter negative verdier lik null. Dette er i tråd med offisiell statistikk for skjermingsgrunnlag. Deretter kan vi beregne skattepliktig gevinst for hver enkelt person, selskap og år som $(1 + \kappa)(V - G - \max(0, \min(V - G, F)))$, der V er et mål på realisasjonsverdi, G er skjermingsgrunnlaget, κ er oppjusteringsfaktoren² (fra 2016) og F er skjermingsfradraget. Dette innebærer at skatteplikten kan

²Fra og med 2016 ble det innført en oppjusteringsfaktor som innebar at skattepliktig gevinst er større enn realisasjonsverdi fratrukket grunnlagsverdi og skjermingsfradrag. Dette har sammenheng med reduksjonene i skattesatsene på alminnelig inntekt og selskapskatt, og tar sikte på å likestille beskatningen av arbeidsinntekter og kapitalgevinster. I 2016 var oppjusteringsfaktoren på 0.15.

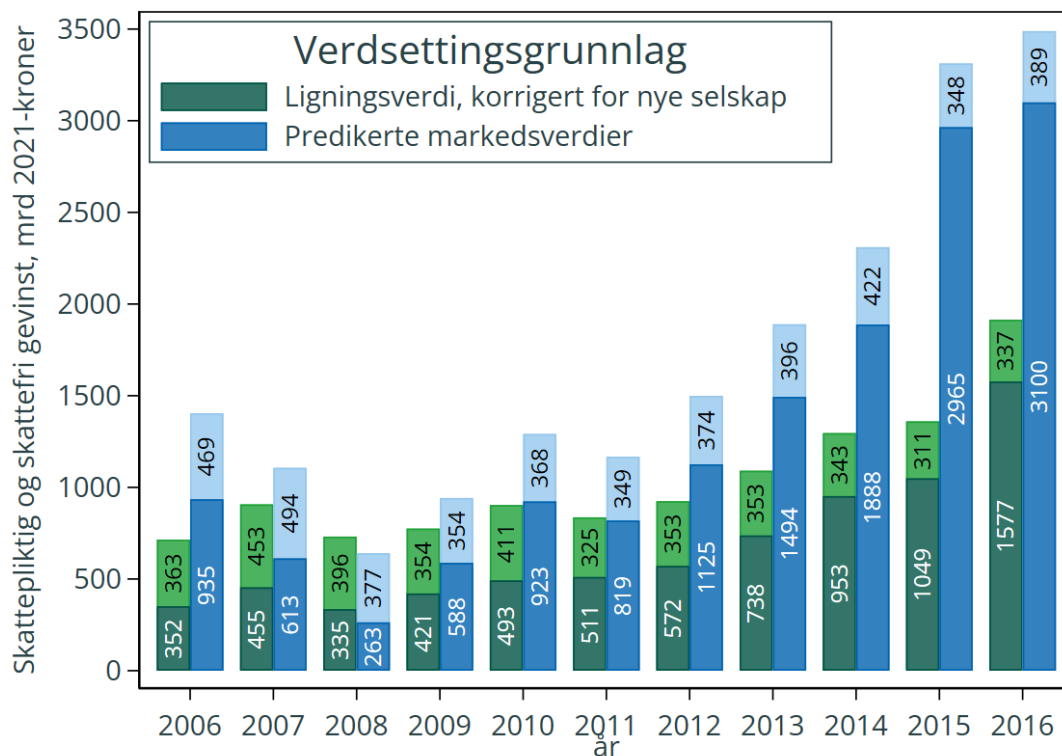
være negativ hvis grunnlagsverdien overstiger realisasjonsgevinsten, og at fremført skjermingsfradrag bortfaller og ikke gir grunnlag for skattefradrag på tvers av aksjer. Vi summerer den skattepliktige gevinsten og sammenligner denne med den samlede skattepliktige gevinsten i fravær av grunnlagsverdi og skjermingsfradrag, $(1 + \kappa)V$.

Resultatene fra denne øvelsen er vist i figur 2. Vi ser at de skattefrie, latente eierinntektene er relativt stabile over tid, anslagsvis 363 eller 469 milliarder kroner i 2006, avhengig av verdsettelsesmetode, og 337 eller 389 milliarder kroner i 2016. Ettersom den samlede verdsettelsen stiger over perioden, betyr det at en lavere andel av den totale latente eierinntekten vil være skattefri - eksempelvis utgjør den skattepliktige delen av eierinntekten 49% av den latente eierinntekten i 2006 og 82% i 2016, når verdien er anslått ved ligningsverdi. Tilsvarende tall der verdi er anslått med predikert markedsverdi er omtrent 67% skattepliktig i 2006 og 89% skattepliktig i 2016. Dette innebærer at grunnlagsverdier og skjermingsfradrag utgjør et relativt sett langt mindre beløp i 2016 enn i 2006, som kan tolkes som at en vesentlig andel av det oppsamlede skattefrie potensialet skapt av reinvestert utbytte er uttømt.

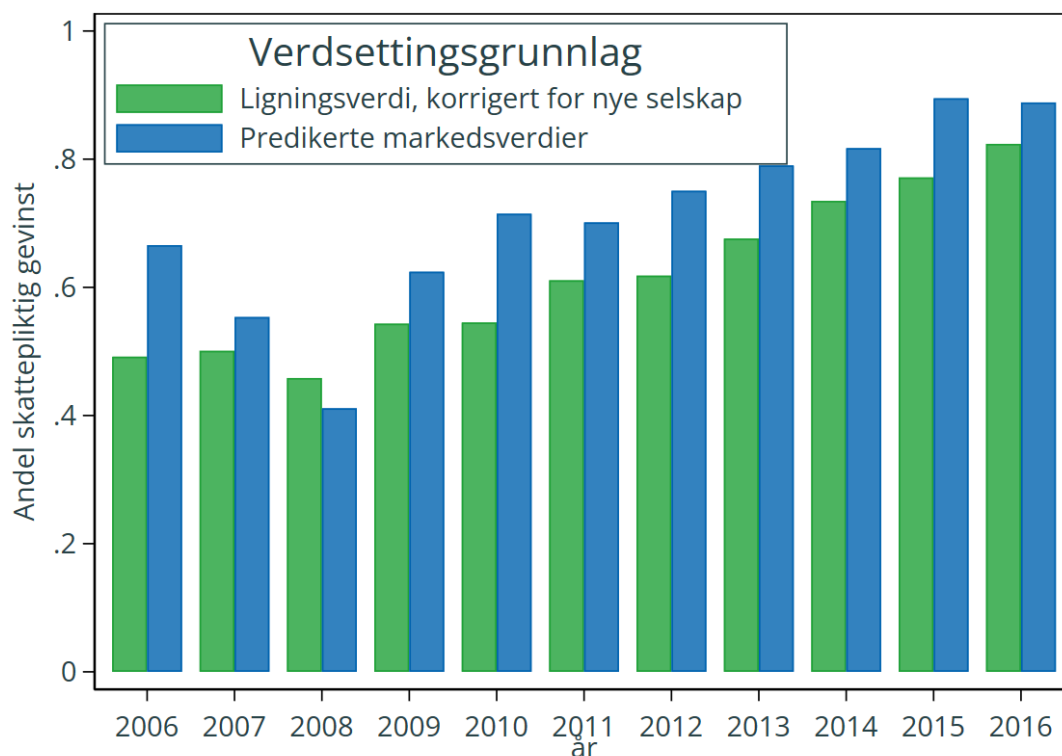
Avslutningsvis i dette kapittelet ønsker vi å undersøke i hvilken grad potensialet for skattefrie uttak er uttømt, uten å basere oss på data for skjermingsgrunnlag. For å undersøke dette, fokuserer vi på selskaper som er stiftet i ulike år rundt innføringen av aksjonærmodellen. De nyopprettede holdingselskapene som ble stiftet med reinvestert utbytte i forkant av innføringen av aksjonærmodellen er i stor grad stiftet i 2005 og 2006, ettersom utbyttene måtte tas ut i 2005 eller før for å være skattefrie. Ettersom overkurs er mer fleksibelt enn aksjekapital, er det grunn til å anta at mesteparten av de reinvesterte midlene ble plassert i overkursfond i de nystiftede holdingselskapene. Vi ønsker derfor å sammenligne uttakspraksis og samlet overkursfond over tid i selskaper som er stiftet i årene rundt innføringen av aksjonærmodellen.

For å gjøre dette fokuserer vi på selskaper stiftet i årene 2002-2008, og følger disse over tid. Vi fokuserer på direkte eide private selskaper, eller mer presist den delen av selskapet som er direkte eiet av norske privatpersoner. For disse private eierne kan vi måle mottatt kapital i form av nedsatt overkurs og aksjekapital med utbetaling til aksjonær. For årene før 2006 kan vi ikke måle kapitalnedsettelse på aksjonærnivå, og vi bruker derfor den private andelen av disse størrelsene på selskapsnivå, men størrelsen på kapitalnedsettelsene er svært tilsvarende på aksjonær- og selskapsnivå for årene der vi har begge datakilder. Videre måler vi den delen av selskapenes overkursfond som eies direkte av norske privatpersoner. Det er viktig å bemerke at overkursfondet kan disponeres både til utbetaling til aksjonær og for å dekke tap, slik at reduksjon i overkursfondet ikke nødvendigvis reflekterer utbetaling til aksjonær. Det betyr at aksjonær kan ha mulighet for skattefrie uttak selv dersom overkursfondet er uttømt. Overkursfondet kan også øke senere som følge av nyemisjon eller innbetaling fra eksisterende aksjonærer. Uttak av denne kapitalen vil være skattefritt, men vil antagelig i mindre grad være reinvestert utbytte fra innføringen av aksjonærmodellen.

Resultatene fra denne øvelsen er fremstilt i figur 3. Øverste rad viser samlet overkursfond (venstre) og innskutt aksjekapital (høyre) blant direkte eide selskap, etter regnskapsår og stiftelsesår. Forskjellen mellom selskapene stiftet i 2005 og 2006 (tykke blå og gule linjer) og selskaper stiftet i de øvrige



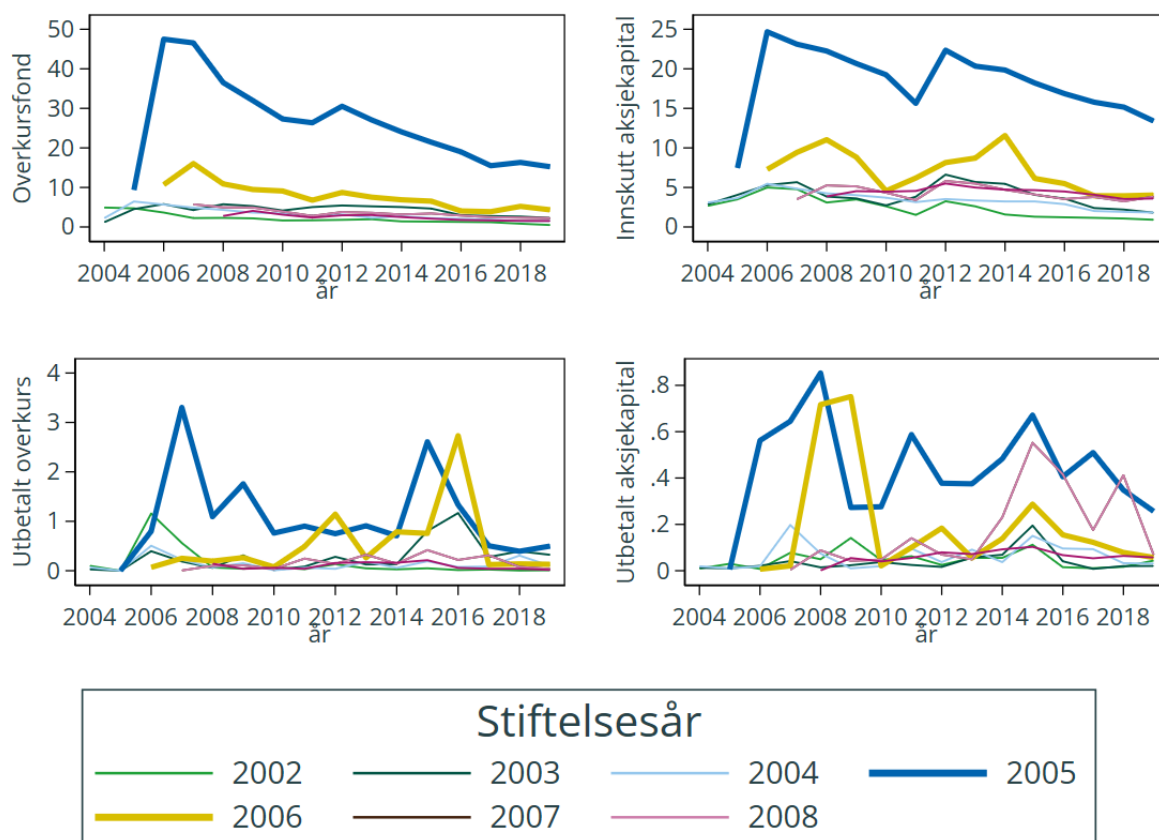
(a) Absolutte tall



(b) Andel skattepliktige eierinntekter

Figur 2: Skattepliktige og skattefrie eierinntekter

Note: Panel a) viser samlede skattepliktige (mørke stolper) og skattefrie (lyse stolper) latente eierinntekter i unoterte selskap, målt i milliarder kroner og justert til 2021-verdi ved hjelp av konsumprisindeksen. Tall i stolpene angir størrelser i milliarder kroner. Panel b) viser andelen av de latente eierinntektene som er skattepliktig.



Figur 3: Overkursfond og utbetalinger i direkte eide selskap, etter stiftelsesår og år

Note: Samlet overkursfond (øvre venstre), innskutt aksjekapital (øvre høyre), nedsatt og utbetalt overkurs (nedre venstre) og nedsatt og utbetalt aksjekapital (nedre høyre), etter stiftelsesår og regnskapsår. Alle verdier i milliarder kroner, justert til 2021-kroner ved hjelp av konsumprisindeksen.

årene er påfallende: Samlet innskutt overkurs av privatpersoner i selskaper stiftet i 2005 er nesten 50 milliarder kroner i 2006. Dette utgjør omtrent halvparten av det samlede utbyttet utbetalt til norske privatpersoner i 2005, men merk at noen av disse utbyttene godt kan ha blitt reinvestert i eksisterende selskaper eller selskaper stiftet i 2006. Til sammenligning er overkursfondene i selskapene stiftet i samtlige øvrige år rundt en tidel av dette. Det er selvsagt ikke gitt at all denne investerte kapitalen stammer fra skattefrie utbytter i 2005 i respons til aksjonærmodellen, men det virker rimelig at store deler av de ekstraordinære investeringene i form av overkurs stammer herfra. I øverste høyre panel ser vi at også den innskutte aksjekapitalen i 2005 er langt høyere i 2006 enn for selskaper stiftet i øvrige år, rundt 5 ganger større.

Over tid ser vi så at overkursfondene og aksjekapitalen i selskapene stiftet i 2005 og 2006 synker, trolig som følge av skattefrie uttak av denne kapitalen. Dette er i langt mindre grad tilfellet for selskaper stiftet i øvrige år, der kapitalen synker langt saktere. I 2019 er samlet overkursfond i selskaper stiftet i 2005 nede på omtrent 15 milliarder kroner, sammenlignet med omtrent 47 milliarder kroner i 2006. Tilsvarende har den innskutte egenkapitalen sunket fra 25 til 13 milliarder kroner. En tolkning kan være at anslagsvis to tredjedeler eller noe mindre av den potensielle skattefrie inntekten som følge

av tilpasninger til innføringen av aksjonærmodellen er uttømt.

Det to nederste panelene viser samlet nedsatt overkurs og aksjekapital fra aksjonærregisteret for de samme selskapene, og bekrefter i stor grad denne historien. Her finner vi tilsvarende påfallende forskjeller mellom selskaper stiftet i 2005 og i noen grad 2006 og øvrige selskaper. Nedsatt overkurs med utbetaling til aksjonær ligger langt høyere for alle år for selskapene stiftet i 2005, noe som støtter historien om at eierne henter ut skattefrie utbytter basert på reinvestert utbytte. Hvis vi summerer nedsatt overkurs for selskaper stiftet i 2005 over alle år, får vi anslagsvis 16 milliarder kroner, eller 35% av overkursfondene i selskapene i 2006. Dette er mindre enn fallet i overkursfondene fra 47 til 15 milliarder, noe som skyldes at overkursfondet også kan disponeres til dekning av tap eller gå tapt ved konkurs eller nedleggelse av selskapet eller fisjon/fusjon. Videre kan det tenkes at noe av den skattefrie posisjonen som oppsto etter reinvestering av utbytter fra 2005 er tatt ut i form av utbytte fra og med 2013, da aksjeloven ble endret slik at midler fra overkursfondene kunne deles ut etter reglene for utbytte. Samlet sett kan denne deskriptive øvelsen tyde på at et sted rundt eller i underkant av to tredjedeler av det reinvesterte utbyttet som kunne tas ut skattefritt etter tilpasningene til aksjonærmodellen er uttømt.

4 Beslutningen om uttak av utbytte

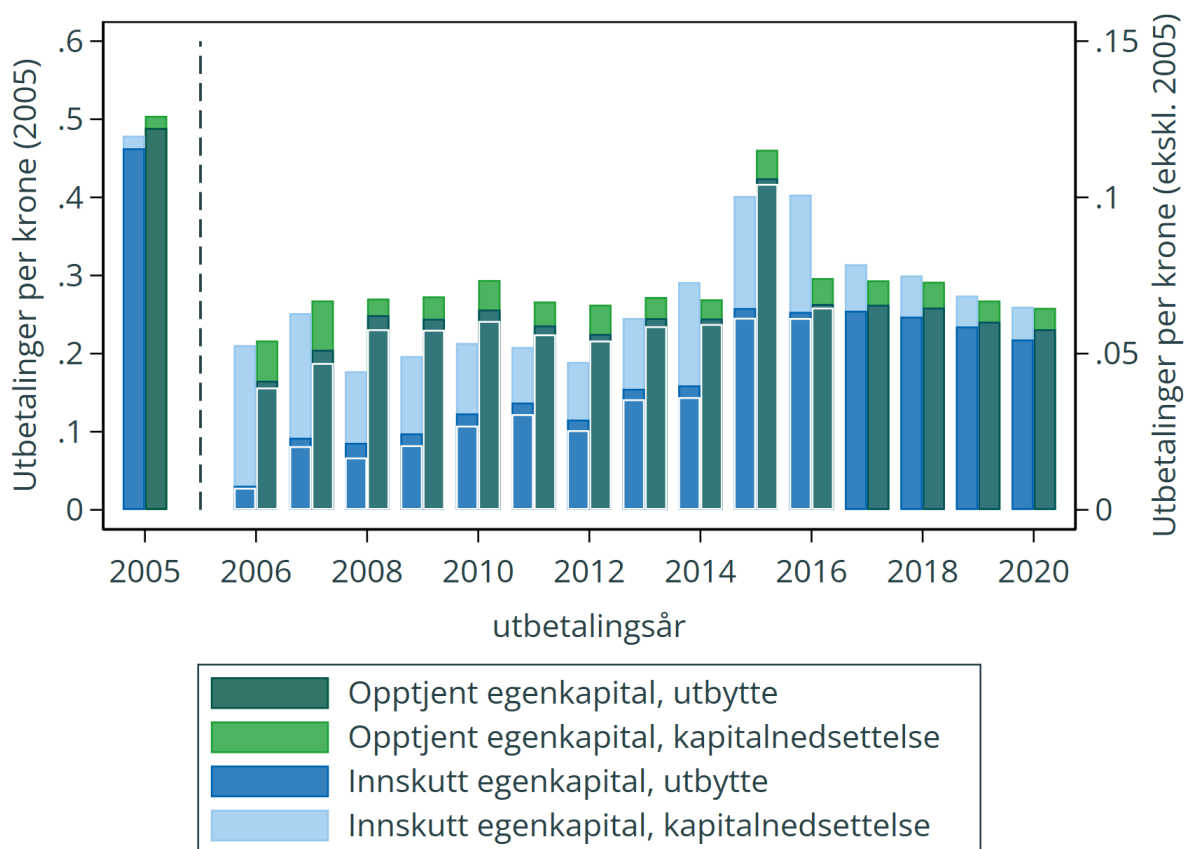
I dette kapitlet undersøker vi i hvilken grad bedrifter som er i utbytteposisjon velger å utbetale utbytter eller sette ned kapital, og hvordan dette varierer over tid og korrelerer med størrelsen på utbetalingspotensialet; Innskutt og opptjent egenkapital. I henhold til aksjelovens krav har selskapets styre ansvar for å sørge for "forsvarlig egenkapital og likviditet", noe som innebærer at utbytte ikke kan utbetales eller kapital tilbakebetales dersom det utgjør en risiko for selskapets videre drift. Det er krevende å spesifisere dette rent empirisk, både fordi hva som er forsvarlig vil variere fra selskap til selskap og dessuten knytter seg til reell, ikke bokført egenkapital. For enkelhets skyld begrenser vi oss i denne analysen til selskaper med samlet egenkapital på minst 100 000 kroner.

Vi begrenser oss til selskaper som er i posisjon til å utbetale kapital eller utbytte til aksjonærene, målt ved at summen av oppjent og innskutt egenkapital er positiv, og undersøker deretter hvordan disse størrelsene forholder seg til den samlede utbetalingen fra selskapet år for år. For å gjøre dette estimerer vi følgende spesifisering;

$$U_i = \beta IEK_i + \gamma OEK_i + \epsilon_i,$$

der OEK er opptjent egenkapital, IEK er innskutt egenkapital (inkludert årets overskudd) og U er samlet utbetaling til aksjonærene. Fordi avsatt utbytte (og tilsvarende tilbakebetalt kapital) i år t utbetales i år $t + 1$, måler vi utbetalingene fra aksjonærregisteret året etter regnskapsstørrelsene. Vi veker regresjonen med $\frac{1}{OEK+IEK}$, slik at tolkningene av β og γ blir i krone utbetaling for selskapene som helhet per krone egenkapital for selskapene som helhet. Vi bruker kun den delen av

utbetalinger og regnskapsstørrelser som er direkte eiet av norske privatpersoner. Videre estimerer vi modellen på de to komponentene av U separat, nemlig utbytte og samlede kapitalnedsettelse. Summen av β -koeffisientene fra de to separate regresjonene tilsvarer β -koeffisienten fra den samlede regresjonen, og tilsvarende for γ .



Figur 4: Sammenhengen mellom utbetalinger til eiere og egenkapital

Note: Figuren viser resultater av deskriptive regresjoner av kapitalnedsettelse (lyse stolper) og utbytter (mørke stolper) på henholdsvis innskutt (blå stolper) og opptjent (grønne stolper) egenkapital per år. Resultatene kan tolkes som sammenhengen mellom størrelsen på det enkelte typen uttak og henholdsvis innskutt og opptjent egenkapital, krone for krone, i privat eide norske selskaper. Hvite omriss angir andelen av utbytter som er skattepliktige (årene 2006-2016), og er beregnet ved å trekke fra benyttet skjermingsfradrag.

Resultatene er fremstilt i figur 4, der toppen av stolpene representerer sammenhengen mellom en krone i henholdsvis innskutt egenkapital (blå stolper) og opptjent egenkapital (grønne stolper). Den lyse delen av stolpene representerer sammenhengen mellom hver av størrelsene med kapitalnedsettelse, mens den mørke representerer sammenhengen med utbytter. På grunn av de ekstreme uttakene av utbytter i 2005 i forkant av innføringen av aksjonærmodellen, er dette året fremstilt på egen y -akse (venstre), mens de øvrige årene er presentert på høyre y -akse. Det er verdt å presisere at disse resultatene må sees på som rent deskriptive: Vi beregner relative sammenhenger mellom de to kildene til utbetalinger (innskutt og opptjent egenkapital) og de to typene utbetalinger (utbytte og kapitalnedsettelse), men det kan være mange andre forskjeller mellom selskaper som tenderer til å bruke den ene eller andre utbetalingsformen eller har store mengder innskutt eller opptjent egenkapital. Videre er det verdt å merke seg at regnskapsreglene ble endret i 2013, slik at midler fra

overkursfond kunne utbetales etter reglene for utbytte.

Som tidligere dokumentert finner vi store utbytter i 2005: For hver krone i innskutt egenkapital i privat eide selskaper på slutten av 2004 utbetalte selskapene 48 øre, det aller meste i form av utbytte. Tilsvarende utbetalte selskapene i 2005 over 50 øre for hver krone opptjent egenkapital i 2004, også her i hovedsak i form av utbytte. I årene etter falt utbetalingene dramatisk (høyre akse), og samlede utbetalinger ligger gjennomgående på 4-8 prosent av innskutt og 5-8 prosent av opptjent egenkapital, med unntak av 2015 og 2016. Det er verdt å merke seg at sammenhengen er mye sterkere mellom opptjent egenkapital og kapitalnedsettelse enn mellom opptjent egenkapital og utbytter, særlig i begynnelsen av perioden hvor overkursfondene ikke kunne utbetales etter reglene for utbytte. Vi ser også økte utbytter i 2015 som ser ut til å stamme fra både overkursfondene og opptjent egenkapital, antagelig for å utbetale utbytter før innføringen av oppjusteringsfaktoren i 2016. I tråd med dette ser vi økte kapitalnedsettelse i årene 2016-2018 som ser ut til å være trukket fra overkursfondene. Dette er tilsvarende type respons som vi så i forkant av innføringen av aksjonærmodellen.

Til slutt undersøker vi andelen av utbyttene som er henholdsvis skattefrie og skattepliktige. For å gjøre dette trekker vi samlet benyttet skjermingsfradrag fra utbetalt utbytte for årene der vi kan måle benyttet skjermingsfradrag (2006-2016), og får dermed et mål på den gjenværende skattepliktige delen av utbyttet. Merk at vi her benyttet faktisk benyttet skjermingsdradrag i denne øvelsen, ikke den teoretiske størrelsen som kunne ha vært trukket fra slik som tidligere i rapporten. Den skattepliktige delen av utbyttet er angitt med hvite omriss i figur 4, der det fremgår at den store majoriteten av utbyttene er skattepliktige.

Samlet sett ser det ut til at selskapene kombinerer bruk av utbytte og tilbakebetaling av kapital når de har mulighet til det. For aksjonær vil tilbakebetaling av kapital være skattemessig gunstigere. Selv om dette reduserer grunnlagsverdien på aksjen og dermed øker skatteplikten ved fremtidig realisasjon, kan dette i noen tilfeller være en mulighet til å utsette skatteplikten.³ For fremtidig arbeid ville det vært nyttig å forsøke å tallfeste konsekvensene av disse utsatte skatteforpliktelsene, men dette er utenfor rammene til denne rapporten.

5 Konklusjon

Denne rapporten har forsøkt å kvantifisere tilbakeholdte eierinntekter i unoterte selskaper eiet av norske privatpersoner. Vi kvantifiserer de bokførte verdiene gjennom hele eierskapskjeden, og håndterer dobbelttellingsproblemet ved indirekte eierskap ved å trekke fra bokførte verdier av unoterte aksjer. På tross av at vi forsøker å korrigere for eierposter i utlandet, tyder resultatene på at vi mister vesentlige verdier når vi trekker fra de unoterte aksjene på toppnivå, og at vi ikke greier å finne igjen alle disse nedover i eierskapskjeden. Det kan være eksempelvis unoterte aksjer i utlandet vi ikke observerer, eierskap i norske selskaper via utlandet eller andre organisasjonsformer enn aksjeselskap,

³Se for eksempel Kårbø (2020) for en drøftelse av de juridiske betingelsene for dette.

slik som verdipapirfond eller selskaper med deltagerfastsetting. Samlet egenkapital gjennom hele eierkjeden er derfor bare marginalt større enn egenkapital målt på toppnivå.

Vi supplerer verdsettinger basert på egenkapital med ligningsverdiene til de samme selskapene, samt predikerte markedsverdier fra børsnoterte selskaper som bygger på tidligere arbeid (Andersen og Eide Bø 2022). Resultatene tyder på relativt store forskjeller i verdsettelsen av unoterte aksjer, avhengig av metode.

En måte å se på disse verdiene er at de er urealisterte eierinntekter, som aksjonærene i prinsippet kunne realisert. Det blir dermed naturlig å spørre seg hvilken del av denne latente eierinntekten som ville vært skattefrie og hvilken som ville vært skattepliktig, skulle aksjonærene realisert. For å besvare dette spørsmålet benytter vi data på skjermingsgrunnlag og -fradrag fra aksjonærregisteret. Data-grunnlaget er riktignok noe mangelfullt og dekker bare årene 2006 til 2016, men resultatene tyder på at en økende andel av disse latente inntektene ville vært skattepliktige over tid. Andelen av latent eierinntekt som ville vært skattepliktig øker fra 49% i 2006 til 82% i 2016 når verdiene er målt til ligningsverdi, eller fra 67% til nesten 90% dersom aksjene verdsettes til predikerte markedsverdier beregnet fra pris-til-bokforhold for noterte selskap. En måte å tolke dette på er at en vesentlig andel av potensialet for skattefrie uttak som ble opparbeidet rundt innføringen av aksjonærmodellen i 2006 er uttømt.

En annen måte å kvantifisere potensialet for skattefrie uttak fra selskapene som stammer fra innføringen av aksjonærmodellen er å sammenligne selskaper som ble stiftet i 2005 og 2006 med selskaper som ble stiftet i andre år. Fra tidligere litteratur vet vi at mange aksjonærer tok ut svært store utbytter i 2005, som var skattefrie før innføringen av aksjonærmodellen. Store deler av disse midlene ble skutt inn igjen i nye og eksisterende selskap, og den mest fleksible måten å gjøre dette på var ved hjelp av overkurs. Aksjonærene som gjorde dette får dermed store inngangsverdier på sine aksjer, som kommer til fratrukk ved senere uttak fra selskapene, som gjør at disse aksjonærene i praksis har hatt et stort opparbeidet potensial for skattefrie gevinst. For å undersøke om dette potensialet er uttømt sammenligner vi størrelsen på overkursfondene og uttak av kapital fra direkte eide selskaper stiftet i 2005 og 2006 - i stor grad holdingselskaper stiftet med midlene som ble tatt ut som utbytte før aksjonærmodellen ble innført - med selskaper som ble stiftet i årene før og etter. Dette fanger ikke alle reinvesterte utbytter rundt innføringen av aksjonærmodellen, men vi ser at overkursfondene i disse selskapene har falt langt raskere enn i selskaper stiftet i tidligere eller senere år, og i 2019 var de nede på omtrent en tredjedel av verdien de hadde i 2006. En tolkning av dette er at to tredjedeler eller noe mindre av potensialet for skattefrie uttak som oppsto rundt innføringen av reformen er uttømt.

Til slutt undersøker vi selskapenes beslutninger om å ta ut kapital i form av utbytte eller kapitalnedsettelse, sett i sammenheng med størrelsen på den innskutte og opptjente egenkapitalen. Resultatene må tolkes deskriptivt, men tyder på at selskapene i et normalår utbetaler i gjennomsnitt 4-8 øre per krone av både opptjent og innskutt egenkapital. Som tidligere finner vi stor respons i forkant av innføringen av aksjonærmodellen i 2006 og innføringen av oppjusteringsfaktoren på utbytteskatt i

2016: Aksjonærene tok ut større utbytter i årene før og tilbakebetalte mer kapital i årene etter. Samtidig ser vi en sammenheng mellom størrelsen på den innskutte egenkapitalen, som forklarer mer av uttakene i form av kapitalnedsettelse i etterkant av disse reformene, og samlet innskutt egenkapital som forklarer mer av utbyttene i forkant av disse reformene. Dette mønsteret illustrerer hvordan selskapene utnytter incentivene i skattesystemet til å hente ut kapital på de måtene og i de periodene skattleggingen er lavere, for deretter å glatte uttakene ved hjelp av reinvestert kapital i årene som følger.

Referanser

- Andresen, Martin Eckhoff. 2021. «Kapitalflyt og eierskap i Norge, 2004-2018». SSB Rapport 29. <http://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/skatt-for-naeringsvirksomhet/artikler/kapitalflyt-og-eierskap-i-norge-2004-2018>.
- Andresen, Martin Eckhoff, og Erlend Eide Bø. 2022. «Verdsetting av unoterte selskap». 2022/X. SSB Rapport.
- Bach, Laurent, Laurent E. Calvet, og Paolo Sodini. 2020. «Rich Pickings? Risk, Return, and Skill in Household Wealth». *American Economic Review* 110 (9): 2703–47. <https://doi.org/10.1257/aer.2017.0666>.
- Damgaard, Jannick, og Thomas Elkjaer. 2014. «Foreign Direct Investment and the External Wealth of Nations: How Important Is Valuation?» *Review of Income and Wealth* 60 (2): 245–60. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/roiw.12098>.
- Kårbø, Tone. 2020. «Skatteposisjonen innbetalt kapital: Skattefri tilbakebetaling til aksjonærene». 2020/3. *Revisjon og Regnskap*.
- Smith, Matthew, Owen M Zidar, og Eric Zwick. 2021. «Top Wealth in America: New Estimates and Implications for Taxing the Rich». Working Paper 29374. Working Paper Series. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w29374>.

Figurregister

1	Samlet verdi av unoterte aksjer	13
2	Skattepliktige og skattefrie eierinntekter	15
3	Overkursfond og utbetalinger i direkte eide selskap, etter stiftelsesår og år	16
4	Sammenhengen mellom utbetalinger til eiere og egenkapital	18

Tabellregister

1	Bokførte verdier av unoterte aksjer eiet av norske privatpersoner, 2004-2019	11
---	--	----