

Ägarbeskattning, kontrolläggande och marknadsnotering av svenska företag

MAGNUS HENREKSON

är professor och senior forskare vid Institutet för Näringslivsforskning (IFN). Sedan drygt 20 år tillbaka forskar han huvudsakligen om entreprenörskapets ekonomi och företagsklimatets institutionella bestämningsfaktorer. magnus.henrekson@ifn.se

Antalet noterade företag har i Sverige, på tvärs mot den globala trenden, ökat kraftigt det senaste kvartssekklet. Samtidigt har familjestiftelsernas betydelse som kontrollägare minskat och ersatts av förmögna privatpersoner som äger kontrollposter via holdingbolag. I denna artikel identifieras ett troligt huvudskäl till denna omsvängning: den kraftiga förändringen av den relativa och absoluta beskattningen av olika typer av ägare och sänkningen och sedermera avskaffandet av arvs- och gåvoskatten, vilken tidigare förhindrade en generationell överföring av stora aktieinnehav. Den dramatiska nedgången i den reala beskattningen av individuellt aktieäggande har också kraftigt stärkt incitamenten att bygga upp nya företagsförmögenheter.

Den 5 januari 2022 fanns det 1 025 svenska bolag noterade på en offentlig handelsplats för företagsaktier. Utöver den ordinarie Stockholmsbörsen, Nasdaq Stockholm, med drygt 350 noterade bolag finns flera andra handelsplatser såsom First North, NGM MRE, Spotlight och Pepins. Det typiska är att dessa bolag har en eller ett par huvudägare, ofta men inte nödvändigtvis grundarna, med en tillräckligt stor ägarandel för att *de facto* kontrollera bolaget. Det totala marknadsvärdet av alla aktier noterade på Nasdaq Stockholm uppgick vid samma tidpunkt till 280 procent av Sveriges BNP.

Skillnaden mot läget i mitten på 1970-talet är enastående. I stort sett skedde inga nyemissioner av befintliga börsföretag och börsintroduktioner av nya företag lyste helt med sin frånvaro (Agnblad m fl 2001). Antalet noterade bolag var endast 103 år 1975.¹ Det totala börsvärdet som andel av BNP understeg tio procent och *Tobins q*, dvs kvoten mellan marknadsvärdet och återanskaffningsvärdet, var 0,3. P/e-talet för företag som Electrolux och Ericsson var ca tre och ett fåtal aktörer kontrollerade huvuddelen av de stora företagen via innehav av röststarka A-aktier, korsäggande och ask-i-ask-äggande med investmentbolag i toppen. De senare kontrollerades ofta av en stiftelse som bar en enskild familjs namn.

Uppgången från 1975 till mitten av 1990-talet sammanföll med en global renässans för börsäggande världen över. Exempelvis ökade antalet noterade bolag i USA med drygt 50 procent från 1975 tills en topp nåddes 1997. Därefter har utvecklingen i USA och flera andra länder gått i motsatt riktning. Antalet noterade bolag i USA har nästan halverats sedan 1997 (Doidge m fl 2017; Gupta m fl 2021). Trenden är likartad, om än inte lika stark, såväl för OECD som världen som helhet (Koptyug m fl 2020). Den svenska utveck-

¹ *Statistisk årsbok för Sverige 1975* (SCB 1975, s 206).

Jag vill tacka Sven-Ivan Sundqvist för utomordentligt generös hjälp med framtagande av uppdaterade ägaruppgifter och Ragnar Boman och Daniel Waldenström för värdefulla synpunkter. Marianne och Marcus Wallenbergs Stiftelse och Jan Wallanders och Tom Hedelius stiftelse har bidragit med ekonomiskt stöd till den forskning som ligger bakom denna artikel. Artikelbyggen i hög grad på Henrekson (2021) och Henrekson m fl (2020).

lingen det senaste kvartsseket avviker således från den globala trenden.

Vad förklarar då denna exceptionella scenförändring? Jag kommer i denna artikel att söka visa att en viktig förklaring till omsvängningen är den dramatiska sänkningen av den reala beskattningen av individuellt aktieä- gande, vilket kraftigt stärkt drivkrafterna att bygga upp privata förmögen- heter via entreprenörskap och företagsbyggande.

1. Från stiftelsekontroll till kontroll via holdingbolag

Stiftelser blev med början under mellankrigstiden viktiga instrument för utövandet av ägarkontroll över stora delar av den svenska industrin. De blev särskilt viktiga för en mindre grupp av framgångsrika företagare och deras arvtagare i deras strävan att bygga upp och upprätthålla ett starkt inflytan- de över Sveriges industriella utveckling. Genom att kombinera kontrollen över en ägarstiftelses aktieinnehav med användningen av röststarka aktier, ask-i-ask-ägande och korsvist ägande blev det möjligt att kontrollera flera stora företag trots ett relativt begränsat aktieinnehav.

Vid mitten av 1960-talet hade stiftelser utvecklats till viktiga verktyg för att utöva ägarkontroll i de ledande företagen (SOU 1968:7). När en stiftelse tog över ägarkontrollen i ett företag innebar detta att det ersatte en kontroll som tidigare byggd på individuellt direktägande.²

I mitten av 1960-talet fanns det fortfarande kvar ett fåtal förmögna familjer som utövade ägarkontroll över noterade bolag i kraft av ett indi- viduellt direktägande. Under de följande 15 åren försvann i stort sett alla dessa familjer och inga nya stora familjeförmögenheter baserade på ett framgångsrikt entreprenörskap tillkom.³

Under de följande åren ökade ägarkoncentrationen kraftigt. Redan 1967 kontrollerade familjen Wallenberg via sina familjestiftelser tio av Sveriges 25 största företag (Glete 1994, s 289). Det fanns väldigt få större aktiein- nehav av fysiska personer vid slutet av 1960-talet och början av 1970-talet i Sverige (Forsgren och Forsgren 1967, 1972).

I hägnet av finansiella avregleringar och gradvis mer förmånliga skatte- regler (se nedan) för individuellt aktiesparande vaknade den svenska aktie- marknaden till liv under 1980-talet. Från januari 1980 till januari 2000 steg Stockholmsbörsens avkastningsindex (utdelningar plus kursuppgångar) 56 gånger, vilket var drygt fem gånger mer än motsvarande index i USA och Storbritannien under samma period (Henrekson och Jakobsson 2012).

För att försvara sig mot hotet från de nya aktörer som skapades i avregle-

² Ett annat alternativ, vilket dominerar bland noterade företag i USA och Storbritannien, är spritt ägande och ledningskontroll. Av olika skäl har denna kontrollmodell varit mindre vanlig i Sverige (Henrekson och Jakobsson 2012; Högfeldt 2005).

³ De familjer som lyckades bygga upp stora förmögenheter och ägarkontroll via framgångs- rikt företagsbyggande kunde åstadkomma detta på grund av att de emigrerade och fortsatte bygga sina företagsgrupper med bas utanför Sverige. Många entreprenörer valde att sälja sina företag till börsnoterade investmentbolag eller till etablerade storföretag och emigrera (Lind- kvist 1990).

ringens kölvatten intensifierade de etablerade kontrollägarna användningen av rösträttsdifferentierade aktier och ask-i-ask-ägande. 1950 hade endast 18 procent av de noterade företagen emitterat aktier med olika röstvärde. Denna andel hade stigit till nästan 90 procent i början av 1990-talet. Ask-i-ask-ägande med hjälp av börsnoterade investmentbolag blev också en dominerande strategi. År 1985 fanns det 26 noterade investmentbolag på Stockholmsbörsen (SOU 1988:38, s 221). Investmentbolagens betydelse som kontrollinstrument växte successivt tills en topp nåddes 1993. Då utövade de ägarkontroll över 83,2 procent av det totala börsvärdet (Holmén och Högfeldt 2009).

För att behålla kontrollen trots avregleringar och de kraftigt stigande börskurserna ökade investmentbolagen hävstången. Kvoten mellan det totala marknadsvärdet av de aktier investmentbolagen kontrollerade och marknadsvärdet av kontrolläggarens aktier i investmentbolaget ökade från 17,2 år 1993 till 22,3 år 2000 (Högfeldt 2005). Korsägande blev också alltmer betydelsefullt under 1980-talet, där företag som Asea, Volvo och Skanska blev kontrollägare i flera stora industriföretag (Isaksson och Skog 1994).⁴

Genom att använda sig av dessa hävstångsmöjligheter lyckades några familjestiftelser med Wallenbergstiftelserna i spetsen att under en period t o m öka sin kontrollmakt. Wallenbergstiftelsernas kontrollmakt nådde en topp 1998 då de via sitt kontrolläggande i Investor kontrollerade företag som tillsammans utgjorde 42 procent av det totala börsvärdet (Agnblad m fl 2001).⁵ Vid denna tidpunkt kontrollerade Söderbergstiftelserna sex börsbolag via investmentbolaget Ratos.

Den exceptionellt kraftiga renässansen för Stockholmsbörsen under 1980- och 1990-talet gav upphov till ett antal nya förmögenheter som var tillräckligt stora för att kunna fungera som bas för kontrolläggande av ett eller flera noterade bolag. Likaså ledde det till en kraftig förmögenhetsökning för ett antal entreprenörer och industrialister som lagt grunden till sina förmögenheter redan före 1980. Andra veckan i januari 2022 hade 50 av de 116 värdemässigt största företagen (med marknadsvärde \geq 10 miljarder kr) på Stockholmsbörsen en fysisk person eller familj som röstmässigt största ägare och med få undantag ägdes kontrollposten via ett helägt holdingbolag. Marknadsvärdet på dessa 116 företag utgjorde över 90 procent av det totala börsvärdet.⁶

⁴ År 1985 var t ex Asea den största ägaren i Electrolux, Volvo den största ägaren i Pharmacia och Skanska den största ägaren i SKF (Hedlund m fl 1985, kap 2).

⁵ År 1998 utgjorde Investors börsvärde 4,6 procent av det totala börsvärdet på Stockholmsbörsen. Wallenbergstiftelserna ägde i sin tur 19,4 procent av kapitalet i Investor (41,3 procent av rösterna i kraft av röststarka A-aktier). Ett ägande på mindre än en procent av det totala börsvärdet räckte således för att de facto kontrollera företag som tillsammans utgjorde 42 procent av det totala börsvärdet.

⁶ I sju av de 50 fallen var kontrollposten ägd av en fysisk person. Familjerna Lundberg och Douglas var största ägare av fem av dessa företag, familjen Schörling och familjerna Erik och Mats Paulsson av fyra och Carl Bennet av tre. I de fall investmentbolagen Lundberg eller Latour varit största ägare har företagen räknats som att respektive familj varit största ägare då de är helt dominerande ägare av respektive investmentbolag. Källa: <https://www.holdings.se> genom Sven-Ivan Sundqvist.

Spegelbilden av den ökade betydelsen av kontrolläggande via individuellt direktäggande var den minskade betydelsen av ägarkontroll via stiftelser. År 2010 hade den andel av det totala börsvärdet Wallenbergstiftelserna kontrollerade minskat till drygt 16 procent och andelen har förblivit ungefärligen oförändrad sedan dess (andelen var 16,9 procent den 4 januari 2022; exklusive ABB var den 12,0 procent). Söderbergstiftelserna har i stort sett försvunnit med undantag av sitt kontrolläggande i Ratos. Undantaget är investmentföretaget Nordstjernen som ägs av Johnsonstiftelserna. Nordstjernen har återigen blivit kontrollägare till ett antal noterade bolag. De flesta är dock förhållandevis små: i januari 2022 var Nordstjernen största ägare i fem noterade bolag med ett sammanlagt marknadsvärde på 0,4 procent av det totala börsvärdet.

Användningen av "hävstänger" har också minskat sedan 1990-talet. I stort sett allt korsäggande avvecklades redan under 1990-talet; 2008 föll den andel av börsvärdet som kontrolleras av noterade investmentbolag under 50 procent (Fristedt och Sundqvist 2009); andelen företag på Stockholmsbörsen som använder sig av rösträttsdifferentierade aktier hade halverats till 46 procent 2006 och i januari 2022 hade andelen sjunkit ytterligare till 42 procent (150 av 358 bolag).

De kontrollägare som ersatt stiftelser har således varit avsevärt mindre benägna att använda hävstänger för att öka sin kontrollmakt relativt det egna kapitalet. I många fall har de helt avstått från att använda sig av röstvärdesdifferentiering och ask-i-ask-äggande.⁷ Detta är i linje med vad vi bör förvänta oss när kontrollägandet förskjuts från stiftelser till individuellt direktäggande. Vid stiftelsekontroll finns i stort sett inga privatekonomiska incitament för stiftelsens styrelsemedlemmar medan fallet är det motsatta vid individuellt direktäggande.

I det följande kommer att framgå att den dramatiska förskjutningen i ägar- och kontrollstrukturen bland svenska noterade företag är i linje med vad vi kan förvänta oss av de genomgripande förändringarna i den relativa och reala beskattningen av företagsäggande.

2. Beskattningen av företagsäggande

Företagsskatter är av olika slag och tas ut på olika nivåer. *Bolagsskatten* tas ut på företagsnivå snarare än ägarnivå och betalas av alla företag som går med vinst och som drivs i aktiebolagsform. Ägarskatter belastar företagets ägare snarare än företaget. Främst handlar det om två slags skatter: *skatt på utdelning* och *kapitalvinstskatt på värdestegring*. I Sverige har företagsägare fått betala *förmögenhetsskatt* på sitt äggande och *arvs- och gåvoskatt* har tagits ut vid generationsskiften (innan dessa skatter avskaffades).

⁷ Den minskade användningen av röstvärdesdifferentierade aktier är än tydligare på Nasdaq First North, där 563 företag var listade den 31 oktober 2021 (Nasdaq 2021). Baserat på ett urval av 100 av dessa uppskattar jag att endast ca 20 procent har aktier med olika röststyrka och i de fall företaget är kontrollerat av en fysisk person eller en grupp av fysiska personer, så ägs aktierna nästan undantagslöst via ett holdingbolag.

Bolagsskatten höjdes kraftigt under första världskriget. Från en nivå på drygt 30 procent vid krigsslutet följde en sextioårsperiod där skattesatsen successivt höjdes för att toppa på 62 procent 1981. Därefter har bolagsskatten sänkts kraftigt i flera steg. År 2022 är skattesatsen 20,6 procent.

För att förstå hur beskattningen av företagande – vilken omfattar både skatten på företags- och ägarnivån – kan förväntas påverka företagsägande och företagsfinansiering måste man beräkna hur de *reala* skattesatserna påverkas av hur företag ägs och finansieras. På 1980-talet utvecklades en metod för att beräkna detta (King och Fullerton 1984). Metoden har sedan använts för att beräkna skattebelastningen i olika länder och över tid och hur denna varierar beroende på hur ett företag finansieras (med lån, återinvesterade vinstmedel eller nyemission) och vem som äger det (hushåll/fysisk person, skattebefriad institution eller försäkringsbolag).⁸

Skatteregler för stiftelser och fysiska personer

En stiftelse saknar medlemmar och den äger sig själv. Egendomsöverföring till en stiftelse är oåterkallelig och kan endast användas till de ändamål som anges i stiftelseurkunden.

Allmännyttiga stiftelser är befriade från skatt på kapitalinkomst, förmögenhet och erhållna gåvor förutsatt att syftet är att gynna allmännyttiga ändamål. I praktiken anses detta skattemässiga fullföljandekrav uppfyllt om minst 80 procent av stiftelsens inkomster används för att uppfylla stiftelsens allmännyttiga ändamål.⁹ Som inkomster räknas löpande rörelseinkomster, räntesinkomster och aktieutdelningar.

Genom att överföra individuellt ägda aktier till en stiftelse blir det möjligt att undvika beskattning samtidigt som kontrollen över ett företag eller en företagsgrupp behålls inom samma familj över flera generationer. Stiftelsens donationer ger också möjligheter för familjen att öka sitt sociala anseende genom att styra donationerna till vad som uppfattas som samhällligt angelägna ändamål.

I tidigare forskning har svenska stiftelser klassats som ”skattebefriade institutioner”.¹⁰ I strikt mening är detta givetvis korrekt. Dock har fullföljandekravet samma kassaflödeseffekt som en utdelningsskatt på 80 procent. Det minskar därmed en ägarstiftelses långsiktiga möjligheter att behålla kontrollen i sina noterade portföljbolag. På grund av det strikta fullföljandekravet kan heller inte en ägarstiftelse tillföra nytt kapital till de företag de äger vid en nyemission. Det gör att de svårigen kan generera tillräckliga medel för att expandera i takt med den aggregerade aktiemarknaden.

Om beskattningen av direkt personligt ägande sänks ökar alternativkostnaden för att utöva ägarkontroll via en stiftelse. Stiftelsens juridiska hemvist kan heller inte ändras; till skillnad från en fysisk person kan inte en stiftelse emigrera om beskattningen skulle skärpas. Stiftelseägande ska-

⁸ Beräkningar för Sverige har bl a gjorts av Södersten (1984, 1993), Norrman och McClure (1997) och Johansson m fl (2015, 2021).

⁹ För ytterligare detaljer hänvisas till Johansson m fl (2021).

¹⁰ Det gäller exempelvis Norrman och McClure (1997) och Södersten (1984, 1993).

par också ett potentiellt incitamentsproblem. För att stiftelsens styrelse ska utöva en effektiv ägarstyrning krävs att stiftelsens styrelseledamöter åsätter kontrollen ett högt icke-pekuniärt värde, dvs att ”intäkten” i hög grad härör från den ställning som dessa individer/familjer åtnjuter i samhället.

Inkomster från fysiska personers aktieäggande utgörs antingen av utdelningar eller kapitalvinster. Till och med 1990 beskattades utdelningar enligt samma skatteskala som arbetsinkomster och drabbades i praktiken av den högsta inkomstmarginalskatten för större ägare. Genom 1990/91 års skattereform kom utdelningar från noterade bolag att beskattas med 30 procent.

Till och med 1965 var kapitalvinster på aktier som innehafvs minst fem år helt skattefria. Åren 1966–75 inkomstbeskattades tio procent av försäljningsintäkten (i praktiken med den högsta marginalskattesatsen och under antagande att aktierna innehafvs i minst fem år) och 1976–90 var 60 procent av kapitalvinsten skattefri för innehav längre än två år medan resterande del inkomstbeskattades.¹¹

Därutöver belastades innehavet med en förmögenhetsskatt. Den höjdes successivt och nådde en topp på fyra procent 1983. Dock fanns det lättnadsregler som i praktiken innebar en halvering av förmögenhetsskatten på mycket stora förmögenheter.¹² 1978 reducerades det förmögenhetsskattepliktiga värdet av börsaktier till 75 procent av marknadsvärdet. Detta höjdes till 80 procent 1997. Samma år togs förmögenhetsskatten bort för ägare av noterade aktier som innehade minst 25 procent av rösterna. Aktier noterade på den sk O-listan blev undantagna redan 1991, vilket innebar att inga nya företag listades på den ordinarie A-listan. Förmögenhetsskatten för kontrollägare kan därför i praktiken betraktas som borttagen fr o m 1997.

3. Den reala beskattningen av stiftelseäggande och personligt direktäggande

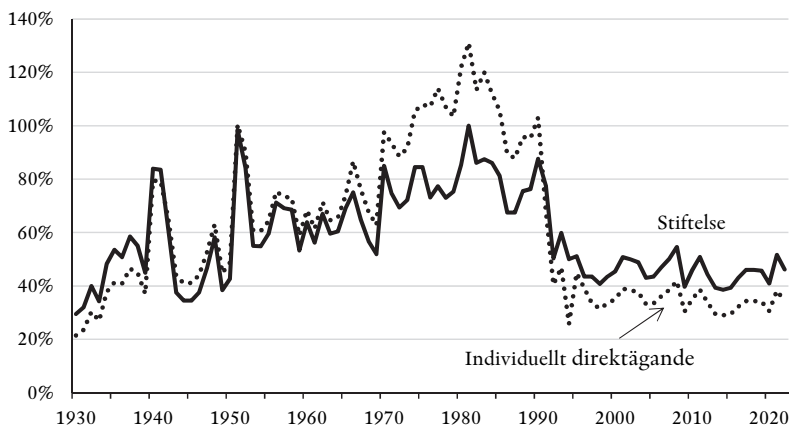
Med King och Fullertons (1984) modell blir det möjligt att beräkna den reala effektiva beskattningen av avkastningen på en investering beroende på hur den finansieras och på vem som är ägare. Den kombinerade effekten av alla relevanta skatter och inflationen kan då beaktas när skattebelastningen på ägarnivån jämförs för en stiftelse och en fysisk person. Den reala avkastningen före skatt antas vara tio procent. Den mest relevanta jämförelsen är när en investering i ett företag görs med återinvesterade vinstmedel och ägaren antingen är en fysisk person eller en skattebefriad stiftelse.

Den långsiktiga avkastningen på noterade aktier består av en kombination av årliga utdelningar och värdetillväxt. Den mest rättvisande jämförelsen av beskattningen av stiftelse- och direktäggande är därför fallet där en del av avkastningen utgörs av utdelningar och en annan del av kapitalvinster. Waldenström (2014) visar att utdelningarna i genomsnitt utgjorde 40 pro-

¹¹ För detaljer kring beskattningen av fysiska personers avkastning på aktier, se Du Rietz m fl (2015).

¹² Se Du Rietz och Henrekson (2015) för detaljer.

Figur 1
Effektiv real skattesats för stiftelseägande (inklusive fullföljandekravets dräneringseffekt) och individuellt direktägande, 1930–2022



Anm: Fullföljandekravets dräneringseffekt följer av att stiftelser för att bli skattebefriade i sin tur måste dela ut 80 procent av mottagna utdelningar till välgörande ändamål. 60 procent av avkastningen antas vara i form av kapitalvinster och 40 procent i form av utdelningar. Vid beräkningarna används faktisk inflation. För 2021 och 2022 har inflationen antagits bli 3,5 respektive 2,0 procent. Likaså beaktas de möjligheter som fanns att sänka den effektiva bolagskatten såsom investeringsfondssystemet, skatteutjämningsreserven och rätten till omedelbara avskrivningar av investeringar under perioden 1939–51.

Källa: Henrekson m fl (2020) plus egna uppdateringar för 2019–22.

cent och kapitalvinsterna 60 procent av den totala avkastningen på Stockholmsbörsen under perioden 1870–2012. Jag använder denna fördelning mellan utdelningar och kapitalvinster vid den jämförelse som presenteras i figur 1.

Den nominella ”skattesatsen”, dvs dräneringseffekten av fullföljandekravet, för stiftelser blir då 32 procent (80 procent av 40 procent). Från mitten av 1930-talet och fram till slutet av 1960-talet är den reala effektiva beskattningen i stort sett densamma för stiftelser och individuellt direktägande. Skattenivån fluktuerar inom intervallet 50–85 procent fram till 1970. Därefter överstiger den reala beskattningen 100 procent i genomsnitt vid individuellt direktägande under de därpå följande 20 åren. Efter 1990/91 års skattereform faller den reala beskattningen kraftigt för både stiftelseägande och individuellt direktägande. I genomsnitt är den ca 45 procent för stiftelser och 35 procent för individuella direktägare sedan 1992.

Den effektiva reala skattesatsen för individuellt direktägande översteg således inte nämnvärt nivån vid stiftelseägande förrän 1970. Den reala beskattningen var dock mycket hög för båda ägartyperna under hela 1970- och 1980-talet.

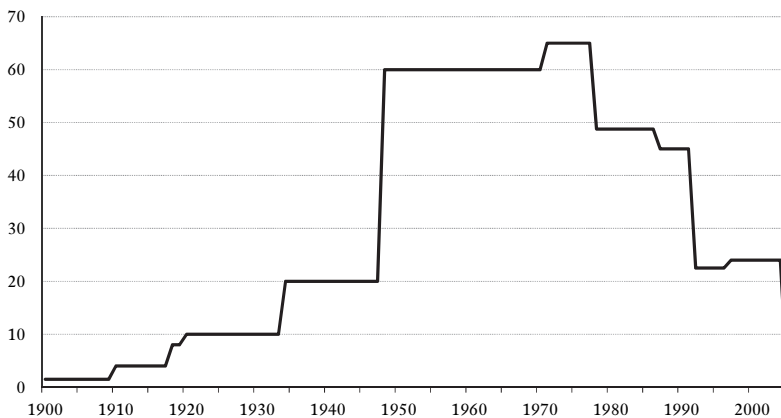
1990/91 års skattereform innebar en mycket kraftig sänkning av den reala skattesatsen för individuellt direktägande. Den avskaffade förmögenhetsskatten för kontrollägare 1997 innebar en ytterligare sänkning av skatten vid individuellt direktägande och sedan dess har denna ägarform utan undantag varit mer förmånlig än stiftelseägande ur beskattningssynpunkt.

4. Arvsskatten och det personliga direktägandet

Typiskt sett har stiftelser som använts som kontrollinstrument grundats av en kontrollägare som önskat säkra den framtida familjekontrollen av det eller de företag som denne utvecklat. Höga arvs- och gåvoskatter som omöjliggör överföring av företagsägandet till nästa generation ger då starka incitament att överföra ägandet till en familjestiftelse.

Figur 2 visar den högsta arvsskattesatsen för efterlevande make/maka och bröstarvingar vid arv av aktier registrerade på en börs från 1900 till 2005 då den var helt avskaffad. Det är realistiskt att anta att den högsta skattesatsen var tillämplig för den som ärvde en kontrollpost i ett börsnoterat bolag. Skattesatsen var mycket låg till en början, steg till tio procent efter första världskriget, fördubblades till 20 procent 1934 och ökade till 60 procent 1948.¹³ Arvsskatten nådde en topp på 65 procent i mitten av 1970-talet innan både den formella skattesatsen började sänkas och olika lätttnadsregler införas. Den högsta arvsskatten för börsaktier halverades i ett slag till 22,5 procent år 1992 och arvsskatten avskaffades helt den 17 december 2004. Arvsskatt utgick på latent skatteskulder, vilket innebar att om arvtagarna var tvungna att sälja aktier för att betala arvsskatten så blev de alltid också tvungna att betala kapitalvinstskatt fr o m 1966.

Således fanns det starka skattegrundade skäl att överföra ägandet av kontrollposter i stora noterade företag till stiftelser efter 1948 års skattereform, då arvsskatten höjdes till 60 procent och fram till 1990/91 års skattereform. Så även om det inte var entydigt effektivt från skattesynpunkt att överföra ägandet till en stiftelse förrän i slutet av 1960-talet så länge ägandet förblev oförändrat, var det ändå så att den kraftiga skärpningen av arvsskatten till 60 procent gjorde det nödvändigt att flytta över ägandet till en stiftelse för den kontrollägare som önskade att nästa generation skulle kunna behålla ägarkontrollen.



Figur 2
Den högsta arvs- och gåvoskattesatsen för make/maka och bröstarvingar baserat på aktiernas marknadsvärde på dödsdagen, 1900–2005

Källa: Du Rietz m fl (2015).

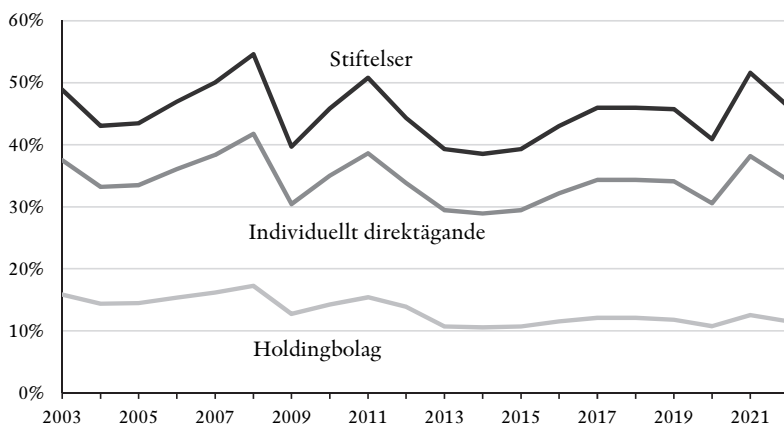
¹³ Mellan 1948 och 1958 uppnåddes denna skattesats genom en kombinerad kvarlåtenskapskatt och arvsskatt.

5. Det personliga direktägandet och beskattningen av näringsbetingade aktier

Den 1 juli 2003 infördes en lagändring som fick stora effekter för den effektiva beskattningen av företagsägande.¹⁴ Vinster på andelar i dotterföretag och andra näringsbetingade andelar blev då skattefria. Andelen räknas alltid som näringsbetingad om den är onoterad och om den är noterad ifall ägarföretaget har andelar med minst tio procent av rösterna och om andelarna ägts minst ett år. Samtidigt blev investmentbolag helt skattebefriade på alla inkomster från innehav där rösträttsandelen överstiger tio procent. Tidigare hade de påförts skatt på 1,5 procent av substansvärdet, vilken bara kunde elimineras om investmentbolaget betalade utdelningar till sina ägare som var åtminstone lika stora som summan av de mottagna utdelningarna och den proportionella skatten. För att undvika skatt var alltså investmentbolagen tvungna att vidarebefordra erhållna utdelningar till de slutliga ägarna, vilka om de var en familjestiftelse i sin tur måste skänka bort 80 procent av dessa utdelningar till allmännyttiga ändamål.¹⁵

I figur 3 jämförs den effektiva reala beskattningen för stiftelseägande, individuellt direktägande och för kontrollägande via holdingbolag för om 2003. Jämförelsen visar att den effektiva beskattningen av kontrollägande via holdingbolag på senare år varit ca 65–75 procent lägre än för de två andra ägarformerna. Genom tidigare nämnda förändring kan löpande beskatt-

Figur 3
Effektiv beskattning av stiftelseägande (inklusive fullföljande dräneringseffekt) jämfört med individuellt direktägande och kontrollägande via holdingbolag, 2003–22



Anm: För att erhålla största möjliga jämförbarhet med den tidigare analysen har jag antagit att 60 procent av avkastningen är i form av kapitalvinster och 40 procent i form av utdelningar. Vid beräkningarna används faktisk inflation. För 2021 och 2022 har inflationen antagits bli 3,5 respektive 2,0 procent.

Källa: Henrekson m fl (2020) plus egna uppdateringar för 2019–22

¹⁴ www.skatteverket.se/download/18.18e1b10334e8bc8000113998/1359706089333/kap22.pdf.

¹⁵ Detta gav investmentbolagen incitament att hålla nere utdelningarna i de bolag de kontrollerade, vilket gjorde att dessa blev överkapitaliserade och tenderade att på marginalen genomföra investeringar som inte var lönsamma. Enligt Bjuggren m fl:s (2007) och Holmén och Högfeldts (2009) beräkningar ledde detta till betydande värdedestruktion, vilket avspeglades i att investmentbolagens aktier regelmässigt handlades med stor rabatt.

ning helt undvikas på ägarnivån såväl för kontrollägare av börsnoterade företag som för individer som äger andelar i onoterade bolag. Skatt utgår endast på den del av avkastningen som ägaren anser sig behöva ta ut för privat konsumtion. Skattesatsen är då i normalfallet 30 procent. Med andra ord har framför allt större ägare av företag sedan 2003 i princip en konsumtionsskatt.

6. Incitamenten att bygga upp företag

Den utomordentligt stora ökningen av antalet noterade bolag – på tvärs mot den globala trenden (Koptyug m fl 2020) – hade knappast kommit till stånd utan starka incitament att starta bolag och driva upp dem till en mognad och storlek som gör dem börsfäiga. De många sänkningarna av beskattningen på sparande och förmögenhetsuppbyggnad via företagande har här spelat stor roll:

Förmögenhetsskatten på tillgångar i form av onoterade aktier (läs: familjeföretag) avskaffades beskattningsåret 1991.

Arvs- och gåvoskatten avskaffades 2004.

Bolagsskatten har sänkts ytterligare fem gånger efter den stora skattereformen och är nu endast 20,6 procent.

Fåmansföretagsreglerna (de s k 3:12-reglerna) har reformerats i flera steg, vilket dramatiskt ökat möjligheterna att ta ut överskott upp till det s k gränsbeloppet som lågbeskattad utdelning. Även utbetalade löner fungerar som bas för lågbeskattad utdelning. I större onoterade företag skapas därmed stora möjligheter till utdelningar beskattade till 20 procent. I ett onoterat företag med en lönesumma på tio miljoner kan exempelvis ägaren ta ut en lågbeskattad utdelning på fem miljoner kr även om den ursprungliga kapitalinsatsen endast är 25 000 kr.¹⁶

Om aktierna i det eller de företag som byggs upp läggs i ett holdingbolag kan all avkastning från de verksamma bolagen återinvesteras utan skatteavbränningar.

Risken att fåmansföretagsreglerna leder till högre beskattning kan undvikas om utomstående, direkt eller indirekt, i betydande omfattning äger del i företaget och har rätt till utdelning.¹⁷

7. Slutsatser

Under de första decennierna efter andra världskrigets slut blev det successivt allt vanligare bland ledande ägarfamiljer att överföra sitt kontrolläggande till

¹⁶ Förutsatt att det finns så stora utdelningsbara tillgångar och kravet på eget löneuttag är uppfyllt.

¹⁷ Den s k utomståenderegeln (57 kap 5 § inkomstskattelagen) har i praxis definierats som att minst 30 procent av kapitalet måste ägas av utomstående. I det fallet är skattesatsen endast 25 procent på utdelningar och kapitalvinster för alla ägare (som är fysiska personer). För att detta ska gälla måste utomstående kapitalinvestorer ha ägt minst 30 procent redan vid företagets bildande eller så måste utomståendes ägarandel ha varit minst 30 procent i fem år.

skattebefriade stiftelser. Den ökade reala beskattningen på aktieägarande och arv medförde att det i praktiken blev nödvändigt att flytta över ägandet till en stiftelse för den kontrollägare som önskade att nästa generation skulle kunna fortsätta att utöva ägarkontrollen.

De nya kontrollägare som kommit fram de senaste 40 åren har däremot inte använt sig av denna möjlighet. I stället har de valt att utöva ägarkontroll i kraft av sitt individuella direktägarande (numera i regel med ett direktägt holdingbolag som mellanhand). Jag har i denna artikel analyserat orsakerna till denna förändring.

Visserligen behöver inte ägarstiftelser betala skatt på sina inkomster, men skattefriheten är villkorad: minst 80 procent av överskottet exklusive kapitalvinster måste doneras till allmännyttiga ändamål. Detta ger upphov till en negativ kassaflödeseffekt, vilket minskar stiftelsernas förmåga att långsiktigt upprätthålla rollen som kontrollägare. Det hjälper inte att kapitalvinster är skattefria eftersom försäljning av aktier per automatik innebär en försvagning av stiftelsens kontrollposition. I tidigare forskning har man regelmässigt bortsett ifrån att donationsvillkorets dräneringseffekt är exakt densamma som för en motsvarande skatt, vilket givit en alltför ljus bild av fördelarna med att utöva ägarkontroll via stiftelser.

1990/91 års skattereform, borttagandet av förmögenhetsskatt på onoterade och O-listenoterade aktier 1991 och på kontrollägare på den ordinarie börslistan 1997, avskaffad skatt på kapitalvinster och utdelningar från börsbolag till holdingbolag där ägaren har en röst- eller kapitalandel på minst tio procent år 2003 och avskaffad arvsskatt i december 2004 vände upp och ner på spelplanen. Efter dessa förändringar återstod bara stiftelseägandets nackdelar: ägarförändringens oåterkallelighet, donationskravet och omöjligheten att flytta stiftelsens juridiska hemvist till ett annat land om det svenska regelverket skulle göras mindre förmånligt.

Särskilda skattelättnader för kontrollägare ledde till nya förutsättningar för den som hade god tillgång till riskkapital via egen förmögenhet (ofta ärvd eller uppbyggd under den tidigare börsboomen eller skapad genom kapitalisering av sänkta skatter på fastigheter och andra fasta tillgångar) eller från externa investerare. Den sänkta bolagsskatten, successivt reformerade 3:12-regler och skattefriheten för kapitalvinster och utdelningar på näringsbetingade aktier 2003 har också givit mycket kraftiga incitament att bygga upp en förmögenhet genom eget hel- eller delägt företagande, vilket i förlängningen leder till fler noterade bolag.

REFERENSER

Agnblad, J, E Berglöf, P Högfeldt och H Svancar (2001), "Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control", i Barca, F och M Becht (red), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.

Bjuggren, P-O, J E Eklund och D Wiberg (2007), "Ownership Structure, Control and Firm Performance: The Effects of Vote-dif-

ferentiated Shares", *Applied Financial Economics*, vol 17, s 1323-1334.

Doidge, C, G Karolyi och R M Stulz (2017), "The U.S. Listing Gap", *Journal of Financial Economics*, vol 123, s 464-487.

Du Rietz, G och M Henrekson (2015), "Swedish Wealth Taxation (1911-2007)", i Henrekson, M och M Stenkula (red), *Swed-*

ish Taxation: Developments since 1862, Palgrave Macmillan, New York.

Du Rietz, G, M Henrekson och D Waldenström (2015), "Swedish Inheritance and Gift Taxation (1885–2004)", i Henrekson, M och M Stenkula (red), *Swedish Taxation: Developments since 1862*, Palgrave Macmillan, New York.

Du Rietz, G, D Johansson och M Stenkula (2015), "Swedish Capital Income Taxation (1862–2013)", i Henrekson, M och M Stenkula (red), *Swedish Taxation: Developments since 1862*, Palgrave Macmillan, New York.

Forsgren, B och O Forsgren (1967), *Vem äger vad i svenskt näringsliv*, Almqvist & Wiksell, Stockholm.

Forsgren, B och O Forsgren (1972), *Vem äger vad i svenskt näringsliv*, andra uppdaterade och utvidgade upplagan, Almqvist & Wiksell, Stockholm.

Fristedt, D och S-I Sundqvist (2009), *Ägarerna och makten i Sveriges börsföretag*, SIS Ägarservice, Stockholm.

Glete, J (1994), *Nätverk i näringslivet – ägande och industriell omvandling i det mogna industrisamhället 1920–1990*, SNS Förlag, Stockholm.

Gupta, V, T Koller och P Stumpner (2021), "Reports of Corporates' Demise Have Been Greatly Exaggerated", McKinsey.

Hedlund, G, I Hägg, E Hörnell och B Rydén (1985), *Institutioner som aktieägare – Förvaltare? Industrialister? Klippare?*, SNS Förlag, Stockholm.

Henrekson, M (2021), "Ägarbeskattningen och börsföretagens kontrolläggande – från stiftelseäggande till kontrolläggande via direktägda holdingbolag", i Gilson, R m fl (red), *Festskrift till Rolf Skog*, Norstedts Juridik, Stockholm.

Henrekson, M och U Jakobsson (2012), "The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline?", *Corporate Governance: An International Review*, vol 20, s 212–227.

Henrekson, M, D Johansson och M Stenkula (2020), "The Rise and Decline of Industrial Foundations as Controlling Owners of Swedish Listed Firms: The Role of Tax Incentives?", *Scandinavian Economic History Review*, vol 68, s 170–191.

Holmén, M och P Högfeldt (2009), "Pyramidal Discounts: Tunneling or Overinvestment?", *International Review of Finance*, vol 9, s 133–175.

Högfeldt, P (2005), "The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden", i Morck, R K (red), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of

Chicago Press, Chicago IL.

Isaksson, M och R Skog (1994), "Corporate Governance in Swedish Listed Companies", i Baums, T, R M Buxbaum och K J Hopt (red), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Walter de Gruyter, Berlin och New York.

Johansson, D, M Stenkula och G Du Rietz (2015), "Capital Income Taxation of Swedish Households, 1862–2010", *Scandinavian Economic History Review*, vol 63, s 154–177.

Johansson, D, M Stenkula och N Wykman (2021), "The Taxation of Industrial Foundations in Sweden (1862–2018)", *Nordic Tax Journal*, vol 2020, nr 1, s 1–14.

King, M A och D Fullerton (red) (1984), *The Taxation of Income from Capital: A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden and West Germany*, University of Chicago Press, Chicago IL.

Koptyug, N, L Persson och J Tåg (2020), "Should We Worry about the Decline of the Public Corporation? A Brief Survey of the Economics and External Effects of the Stock Market", *North American Journal of Economics and Finance*, vol 51, 101061.

Lindkvist, H (1990), *Kapitalemigration*, doktorsavhandling, EFI, Handelshögskolan i Stockholm.

Nasdaq (2021), "Nasdaq First North Growth Market: Facts and Figures 2021 Q3", <https://www.nasdaq.com/docs/2021/11/17/First%20North%20Facts%20and%20Figures%20-%20Q3%20-%202021%20-%20Final.pdf>.

Norrman, E och C E McClure, Jr (1997), "Tax Policy in Sweden", i Freeman, R B, R Topel och B Swedenborg (red), *The Welfare State in Transition: Reforming the Swedish Model*, University of Chicago Press, Chicago IL.

SCB (1975), *Statistisk årsbok för Sverige 1975*, Statistiska centralbyrån, Stockholm.

SOU 1968:7, *Ägande och inflytande i det privata näringslivet – koncentrationsutredningen*, Finansdepartementet, Stockholm.

SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv – huvudbetänkande från ägarutredningen*, Finansdepartementet och Fritzes, Stockholm.

Södersten, J (1984), "Sweden", i King, M A och D Fullerton (red), *The Taxation of Income from Capital: A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden and West Germany*, University of Chicago Press, Chicago IL.

Södersten, J (1993), "Sweden", i Jorgenson, D W och R Landau (red), *Tax Reform and the Cost of Capital: An International Comparison*, Brookings, Washington DC.

Waldenström, D (2014), "Swedish Stock and Bond Returns, 1856–2012", i Edvinsson, R, T Jacobson och D Waldenström (red), *Historical Monetary and Financial Statistics for Sweden: House Prices, Stock Returns, National Accounts and the Riksbank Balance Sheet, 1860–2012*, Sveriges Riksbank och Ekerlids Förlag, Stockholm.