Blind Gokken met de Dividendbelasting

Bas Jacobs
Duisenberg fellow NIAS - KNAW
Erasmus School of Economics - EUR

27 september 2018
Congres Dividendbelasting: Afschaffen of Niet?
Universiteit van Amsterdam

Moet de dividendbelasting worden afgeschaft?

- Theoretisch: dividendbelasting kan een effect hebben op kapitaalkosten, maar dit effect is waarschijnlijk gering doordat
  - wereldkapitaalmarkten goed zijn geïntegreerd
  - dividendbelasting in de meeste gevallen verrekend kan worden
  - bedrijven investeringen veelal met ingehouden winsten financieren
- Empirisch: oude onderzoeken niet eenduidig, beste recente onderzoeken vinden nauwelijks (geaggregeerd) effect
- Conclusie: afschaffing van dividendbelasting kan moeilijk economisch worden onderbouwd

Vraag 1 – Zijn kapitaalmarkten goed geïntegreerd?

- Kapitaal enige productiefactor, gefinancierd met aandelen
- Geïntegreerde mondiale kapitaalmarkt: perfect elastisch aanbod
- r^*: bruto beloning voor aandeelhouders op wereldmarkt
- Productie:

$$Y = F(K), \quad F' > 0, \quad F'' < 0$$

- Winst:

$$\Pi = (1 - t_v)F(K) - r^* K$$

- Vraag naar kapitaal:

$$\hat{K} = \phi\left(\frac{r^*}{1 - t_v}\right), \quad \phi' = \frac{1}{F''} < 0$$

- $\hat{K}$ en $\hat{Y} = F(\hat{K})$ hangen *alleen* af van vpb-tarief t_v, productietechnologie ($F(\cdot)$) en bruto wereldmarktprijs van aandelenfinanciering r^*

Vraag 1 – Zijn kapitaalmarkten goed geïntegreerd?

- NL dividendbelasting beïnvloedt alleen investeringsbeslissing van NL bedrijven als die bruto wereldmarktprijs van aandelenfinanciering r^* beïnvloedt
- Wereldmarktprijs van aandelenfinanciering bepaald door: vpb-tarieven, ib-tarieven op dividendinkomen en (niet-verrekenbare) dividendbelasting in *alle* landen ter wereld
- De Nederlandse dividendbelasting t_d heeft bij benadering nul invloed op de bruto wereldmarktprijs voor aandelenfinanciering: $\frac{\mathrm{d}r^*}{\mathrm{d}t_d} \simeq 0$
- Tegengestelde conclusies van Beetsma en Lorié (2018): NL dividendbelasting heeft geen invloed op investeringen
- Bovendien: onverstandig om vennootschapsbelasting te verhogen om opbrengstverlies door dividendbelasting te compenseren

Vpb beargumenteerbaar meer verstorend

- Investeringen
- Financieringswijze
- Locatiekeuze
- Winstverschuiving
- Ondernemingsvorm

Zie ook: De Mooij en Ederveen (ITAX, 2003; OREP, 2008), Darmapala (FS, 2014), IMF (2016), Heckemeyer en Overesch (CJE, 2017), e.v.a.

Beetsma en Lorié (WFR, 2018)

- **Aanname, geen resultaat:** marginale aandeelhouder betaalt dividendbelasting
- Probleem: De aandeelhouder die geen dividendbelasting betaalt (of kan verrekenen), is bereid meer te betalen voor de aandelen met hetzelfde dividendrendement, oftewel zal met een lager rendement genoegen te nemen bij dezelfde prijs van aandelen
- Dus: Als bedrijf (geheel of gedeeltelijk) is gefinancierd met aandeelhouders die wel dividendbelasting betalen, dan kunnen aandeelhouders die geen dividendbelasting betalen de aandelen van het bedrijf overnemen en de aandeelhouders die wel dividendbelasting betalen uitkopen

Beetsma en Lorié (WFR, 2018)

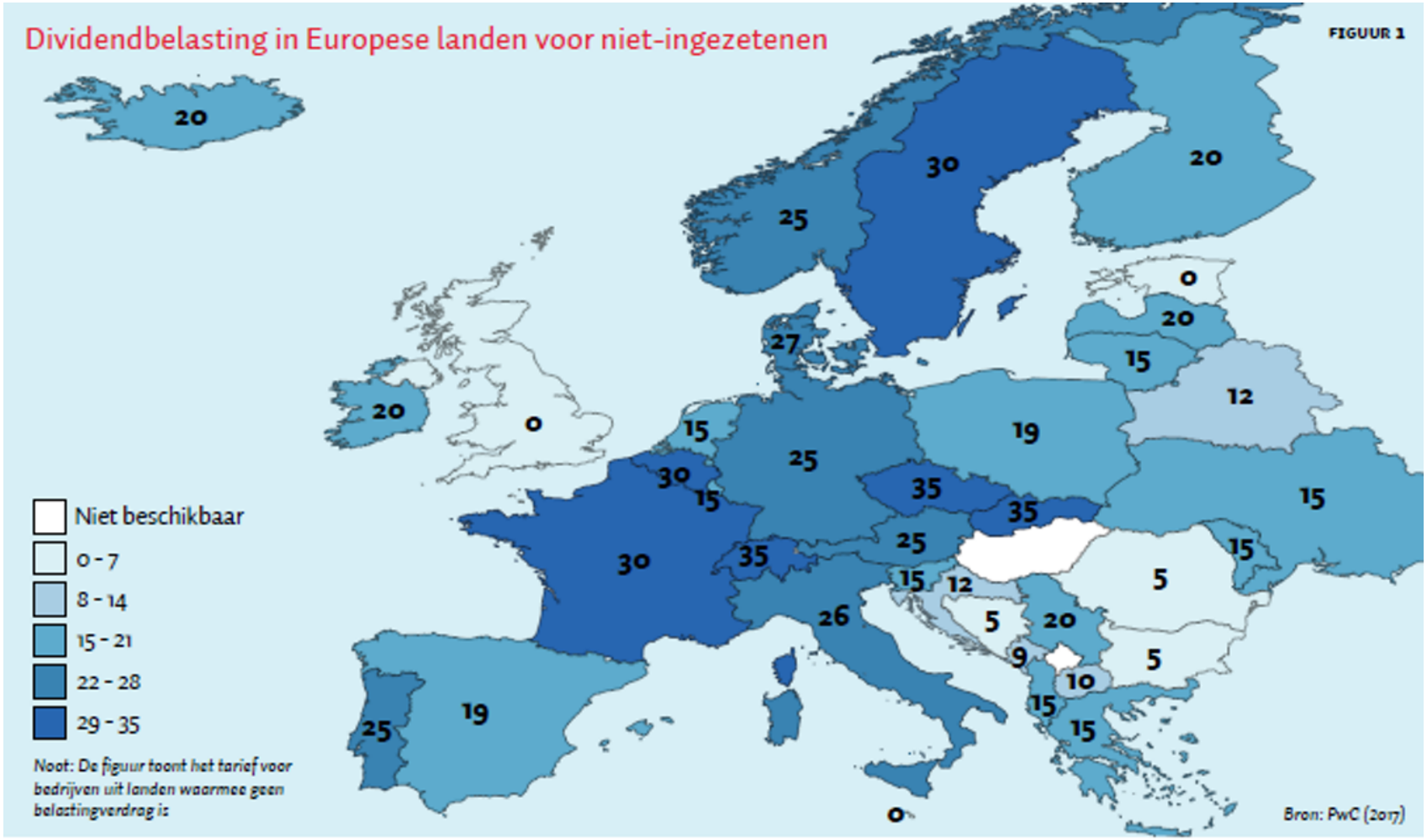
- **Resultaat**: kapitaalmarktevenwicht in het model van Beetsma en Lorié (2018) vereist dat het bedrijfsleven aan de marge wordt gefinancierd door aandeelhouders die geen dividendbelasting betalen (of kunnen verrekenen)
- Resultaten Beetsma en Lorié (2018) lijken daarmee onjuist

- Nooit beweerd: dat pensioenfondsen moeten beleggen in bedrijven
- Nooit beweerd: dat aanname perfect elastisch aanbod van aandelenkapitaal realistisch is

Vraag 2 – Kan dividendbelasting worden verrekend?

- Stel nu dat aandelenmarkten niet goed zijn geïntegreerd: niet perfect elastisch aanbod van aandelenkapitaal
- Lokale vraag en aanbodverhoudingen op aandelenmarkt doen ertoe, dus ook NL dividendbelasting
- Cruciale vraag: kunnen buitenlandse aandeelhouders in NL betaalde dividendbelasting verrekenen?
- Modelverdragen OESO schrijven dit wel voor, maar problemen met portfoliobeleggers en pensioenfondsen
- Hoeveel is effectief verrekenbaar?
  - NL overheid kan geen goed antwoord geven (Kamerbrief Snel, 2017)
  - SOMO (2017): ca. 80 procent kan worden verrekend
  - Portfoliobeleggers: ca. 60 procent (Paul Sleurink)
- Ruwe inschatting: $\frac{2}{3}$ tot $\frac{3}{4}$ lijkt verrekend te kunnen worden

Probleem NL overheid lijkt vooral VK te zijn



Bron: ESB (2018)

Vraag 3 – Worden nieuwe investeringen met ingehouden winsten gefinancierd?

- Als bedrijfsinvesteringen met ingehouden winsten worden gefinancierd, dan worden kosten en opbrengsten symmetrisch beïnvloed door dividendbelasting: geen effect van dividendbelasting op bedrijfsinvesteringen
- Talloze observaties in literatuur dat merendeel bedrijfsinvesteringen met ingehouden winsten wordt gedaan
- Financiering met ingehouden winsten lijkt geen probleem voor multinationals, wel probleem voor jonge bedrijven en start-ups
- Inkoop van aandelen lijkt te suggereren dat (grote) bedrijven omkomen in cash (Shell, Unilever, Philips, Akzo Nobel)
    - Megaoverschot op de lopende rekening (10% bbp) kan daarop wijzen

Wat weten we empirisch over het effect van de dividendbelasting?

- Oudere literatuur: zowel bewijs voor de nieuwe visie (dividendbelasting doet er niet toe) als oude visie (dividendbelasting doet er wel toe), maar identificatie van gevonden effecten minder betrouwbaar
- Yagan (2015, AER): geen effecten op investeringen en lonen, wel 20% hogere dividenduitkeringen
- Alstadsaeter, Jacob and Michaely (2017, JPubE): geen geaggregeerd effect op investeringen. Bedrijven met liquiditeitsbeperkingen (bv's) verhogen investeringen bij lagere dividendbelasting, maar bedrijven die 'cash-rich' zijn (bv. multinationals) verlagen investeringen aangezien ze meer dividend uitkeren

Geen goede studie: Dackehag en Hansson (2015)

Table 2. Economic growth and income taxes (statutory rates).
Country fixed effects.

	(1) t	(2) t	(3) t-1	(4) t-1	(5) t	(6) t	(7) t-1	(8) t-1
Initial income	−1.59e-06		−2.23e-06*		−1.57e-06		−2.01e-06*	
	(9.98e-07)		(1.12e-06)		(9.63e-07)		(1.10e-06)	
Investment	−0.00121	−0.00151*	−0.00184***	−0.00232***	−0.000976	−0.00123	−0.00132***	−0.00169**
	(0.00102)	(0.000796)	(0.000621)	(0.000784)	(0.00120)	(0.000931)	(0.000412)	(0.000593)
Openness	0.000483**	0.000230*	0.000667**	0.000293	0.000491**	0.000248*	0.000676**	0.000347*
	(0.000181)	(0.000119)	(0.000254)	(0.000184)	(0.000198)	(0.000129)	(0.000263)	(0.000195)
Government budget surplus	0.00180	0.00163	0.000483	0.000168	0.00175	0.00160	0.000200	−7.97e-05
	(0.00143)	(0.00127)	(0.000890)	(0.00103)	(0.00155)	(0.00141)	(0.000990)	(0.00111)
Government productive spending	−0.000320	−0.000166	0.000525	0.000676	−0.000237	−7.71e-05	0.000434	0.000544
	(0.000596)	(0.000570)	(0.000468)	(0.000498)	(0.000635)	(0.000625)	(0.000464)	(0.000490)
Labor force growth	0.00287	0.00369*	−0.000780	0.000385	0.00256	0.00337	−0.000613	0.000487
	(0.00173)	(0.00201)	(0.00139)	(0.00176)	(0.00182)	(0.00205)	(0.00147)	(0.00177)
Dividends tax	−0.000934**	−0.00119***	−0.000501	−0.000845*	−0.000924*	−0.00121**	−0.000523	−0.000860**
	(0.000343)	(0.000320)	(0.000365)	(0.000417)	(0.000442)	(0.000440)	(0.000365)	(0.000375)
Corporate tax					−5.56e-05	−0.000130	0.000485	0.000493
					(0.000574)	(0.000522)	(0.000427)	(0.000389)
Top marginal tax pers labor income					0.000203	0.000313	0.000462	0.000572
					(0.000553)	(0.000572)	(0.000430)	(0.000472)
Observations	233	233	216	216	227	227	210	210

Geen goede studie: Dackehag en Hansson (2015)

Table 2. Economic growth and income taxes (statutory rates).
Country fixed effects.

	(1) t	(2) t	(3) t-1	(4) t-1	(5) t	(6) t	(7) t-1	(8) t-1
Initial income	−1.59e-06		−2.23e-06*		−1.57e-06		−2.01e-06*	
	(9.98e-07)		(1.12e-06)		(9.63e-07)		(1.10e-06)	
Investment	−0.00121	−0.00151*	−0.00184***	−0.00232***	−0.000976	−0.00123	−0.00132***	−0.00169**
	(0.00102)	(0.000796)	(0.000621)	(0.000784)	(0.00120)	(0.000931)	(0.000412)	(0.000593)
Openness	0.000483**	0.000230*	0.000667**	0.000293	0.000491**	0.000248*	0.000676**	0.000347*
	(0.000181)	(0.000119)	(0.000254)	(0.000184)	(0.000198)	(0.000129)	(0.000263)	(0.000195)
Government budget surplus	0.00180	0.00163	0.000483	0.000168	0.00175	0.00160	0.000200	−7.97e-05
	(0.00143)	(0.00127)	(0.000890)	(0.00103)	(0.00155)	(0.00141)	(0.000990)	(0.00111)
Government productive spending	−0.000320	−0.000166	0.000525	0.000676	−0.000237	−7.71e-05	0.000434	0.000544
	(0.000596)	(0.000570)	(0.000468)	(0.000498)	(0.000635)	(0.000625)	(0.000464)	(0.000490)
Labor force growth	0.00287	0.00369*	−0.000780	0.000385	0.00256	0.00337	−0.000613	0.000487
	(0.00173)	(0.00201)	(0.00139)	(0.00176)	(0.00182)	(0.00205)	(0.00147)	(0.00177)
Dividends tax	−0.000934**	−0.00119***	−0.000501	−0.000845*	−0.000924*	−0.00121**	−0.000523	−0.000860**
	(0.000343)	(0.000320)	(0.000365)	(0.000417)	(0.000442)	(0.000440)	(0.000365)	(0.000375)
Corporate tax					−5.56e-05	−0.000130	0.000485	0.000493
					(0.000574)	(0.000522)	(0.000427)	(0.000389)
Top marginal tax pers labor income					0.000203	0.000313	0.000462	0.000572
					(0.000553)	(0.000572)	(0.000430)	(0.000472)
Observations	233	233	216	216	227	227	210	210

Levine en Renelt (1992, AER)

A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions

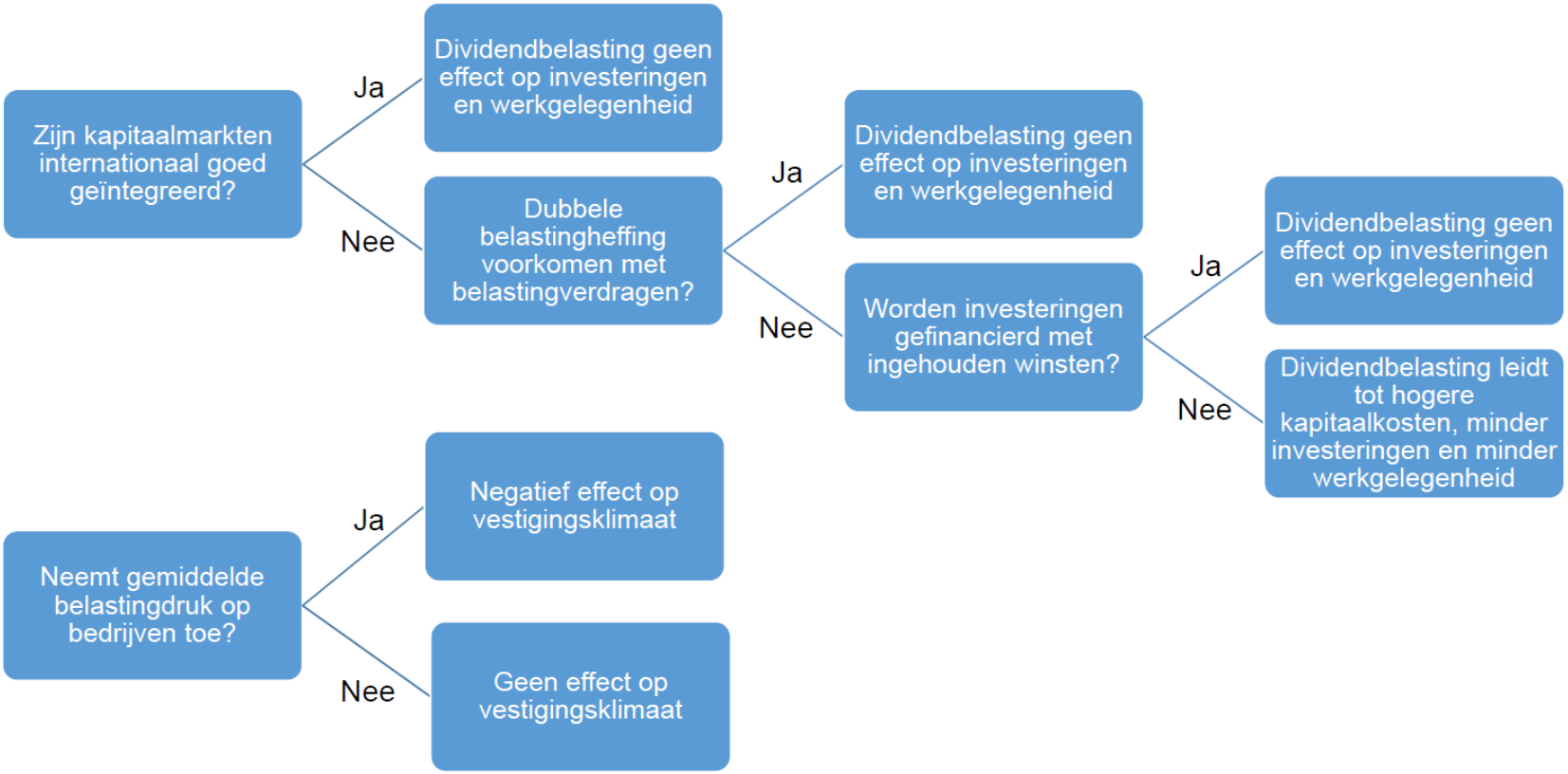
By Ross Levine and David Renelt*

A vast literature uses cross-country regressions to search for empirical linkages between long-run growth rates and a variety of economic policy, political, and institutional indicators. This paper examines whether the conclusions from existing studies are robust or fragile to small changes in the conditioning information set. We find that almost all results are fragile. We do, however, identify a positive, robust correlation between growth and the share of investment in GDP and between the investment share and the ratio of international trade to GDP. We clarify the conditions under which there is evidence of per capita output convergence. (*JEL* O47)

Overige observaties

- Dividenduitkeringen nemen typisch toe na verlaging dividendbelasting (Chetty en Saez, QJE, 2005)
- Minder makkelijke prooi vijandige overnames?
  - Hogere aandelenkoersen worden exact gecompenseerd door lagere belastingen (indien niet verrekenbaar)
  - Geen enkel effect op aandelenkoersen zichtbaar na aankondiging
- NL nog aantrekkelijker doorvoerland voor bedrijfswinsten, ondanks exitheffingen op rente, dividend en royalties bij belastingparadijzen (Van 't Riet en Lejour, ITAX, 2017)
- Mogelijk grotere inkomens- en vermogensongelijkheid door lagere belastingdruk en grotere ontwijkmogelijkheden (indien niet verrekenbaar)
- Vestigingsklimaat wordt vooral bepaald door belastingen op bedrijven, niet de aandeelhouders

Samenvatting: denkschema



Afschaffing dividendbelasting binde gok

- Waarschijnlijk verwaarloosbare invloed op investeringskosten grote bedrijven, dus ook geen effect op lonen en werkgelegenheid
- Waarschijnlijk vooral spekken kassen buitenlandse overheden, ca. 1,3-1,4 mrd van 1,9 mrd euro
- Probeem ligt in VK: waarom maken zij dividendbelasting niet verrekenbaar?
- Serieuze discussie in EU nodig over voorkomen van dubbele belastingheffing
  - Alle landen dividendbelasting die altijd verrekenbaar is
  - Alle landen schaffen dividendbelasting af

Dank u!

- Homepage: people.few.eur.nl/bjacobs
- E-mail: bjacobs@ese.eur.nl
- Twitter: @_basjacobs