

Skatt på finansiella transaktioner

JOHAN ALMENBERG OCH MAGNUS WIBERG*

Johan Almenberg är verksam vid Finansdepartementet; Magnus Wiberg är verksam vid avdelningen för penningpolitik, Sveriges riksbank.

Idén om att beskatta finansiella transaktioner är gammal. Den aktualiserades dock nyligen när EU-kommissionen i september 2011 presenterade ett förslag om en finansiell transaktionskatt inom EU.¹ Syftet med skatten är dubbelt. För det första är transaktionskatten tänkt att få finansmarknaden att fungera bättre, vilket skulle kunna minska risken för framtida finanskriser. För det andra ska skatten generera intäkter och därigenom få finanssektorn att bidra till att täcka de kostnader som uppkommer till följd av finanskriser.

Hypotesen är att skatten ska minska eventuella inslag av spekulation på finansmarknaden, eftersom den ökar kostnaderna för transaktioner med finansiella instrument. Detta ska i sin tur resultera i en mer realistisk värdering av den avkastning som de finansiella tillgångarna kan ge i framtiden. Minskad spekulation leder visserligen till att det underlag som skatten ska tas ut på minskar, det vill säga skattebasen krymper, men samtidigt minskar risken för finanskriser.

I den här artikeln visar vi att det saknas tydliga belägg för att finansmarknaderna skulle fungera bättre med en transaktionskatt. Tvärtom ökar skatten företagets kapitalkostnad, vilket leder till minskade investeringar och därmed lägre BNP. Den negativa effekten på den ekonomiska aktiviteten kan bli betydande i relation till de förväntade skatteintäkterna. Dessutom kan man ifrågasätta värdet av en transaktionskatt som intäktskälla. Det är sannolikt svårt, eller omöjligt, att undvika att transaktioner med obeskattade finansiella instrument ökar. Lika lite går det att förhindra att handeln med finansiella tillgångar flyttar till marknader som inte har någon transaktionskatt. Finansmarknaderna är globala, och så länge skatten inte införs på global nivå finns det en uppenbar risk att handeln flyttar till andra länder.

Inledningsvis tar vi upp bakgrunden till diskussionen om varför man vill beskatta finanssektorn. Därefter beskriver vi kommissionens förslag och redogör för de tidigare erfarenheterna av transaktionskatter. Vi diskuterar sedan argumenten för skatten och avslutar med våra slutsatser.

* Vi är tacksamma för kommentarer från Claes Berg, Kerstin Mitlid, Joanna Gerwin, Göran Lind, Martin W Johansson, Fabian Wallen, Bo Stoltz och Peter Höglund. I artikeln ges endast uttryck för författarnas personliga uppfattningar i frågan.

1 Se EU-kommissionen (2011), "Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC", meddelande KOM (2011) 549.

1 Bakgrund

1972 lanserade nationalekonomen och nobelpristagaren James Tobin idén om att beskatta valutahandel. Tobin föreslog en skatt på mellan 0,2 och 1 procent i samband med valutaväxling i syfte att i någon mån stabilisera växelkurserna efter att det internationella valutasamarbetet, det så kallade Bretton Woods-systemet, brutit samman. Förslaget fick ett visst genomslag i den politiska debatten, och liknande skatter har tagits upp till diskussion vid olika tillfällen sedan dess. 1995 föreslog till exempel Frankrikes premiärminister Lionel Jospin en skatt på valutatransaktioner på 0,1 procent. 1999 framförde Europaparlamentet i en rapport att en halv procents skatt skulle generera 360 miljarder dollar per år (Europaparlamentet, 1999). Idén togs därefter också upp av Attac och den globala rättviserörelsen.

Den finanskris som bröt ut 2007 ledde till statliga stödåtgärder till den finansiella sektorn i många länder. Krisens effekter på den reala, eller icke-finansiella, delen av ekonomin visade på ett behov av ett mer robust finansiellt system. Mot denna bakgrund publicerade Internationella valutafonden (IMF) i juni 2010 rapporten *A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector, Final Report for G-20* på uppdrag av G20-länderna. I rapporten tar man upp åtgärder i form av avgifter och skatter som skulle kunna riktas mot finanssektorn för att stärka de offentliga finanserna, finansiera framtida stödåtgärder till sektorn och minska sannolikheten för framtida finanskriser. IMF tar också upp frågan om en skatt på finansiella transaktioner.

Frågan om en skatt på finansiella transaktioner har även diskuterats inom EU. Det har resulterat i ett förslag om en transaktionsskatt på EU-nivå, som kommissionen presenterade i september 2011. Man föreslår att förslaget ska träda i kraft den 1 januari 2014. Det skulle i så fall innebära en skatt i samband med köp och försäljning av värdepapper inom EU.

2 Kommissionens förslag

Kommissionen föreslår att en skatt tas ut dels vid omsättningen av aktier, fondandelar och obligationer, dels vid omsättningen av derivatinstrument inklusive växelkursderivat. Man föreslår vidare att skattesatsen ska vara 0,1 procent för aktier, fondandelar och obligationer och 0,01 procent av det nominella värdet på den underliggande tillgången för derivat.² Det är dessutom tänkt att EU-länderna ska ta ut skatten av både köpare och säljare. För en aktieaffär blir transaktionsskatten därför sammantaget 0,2 procent. Skattesatserna ska vara miniminivåer, det vill säga medlemsländerna ska själva kunna välja högre skattesatser.

Transaktioner på primärmarknaden ska inte vara skattepliktiga enligt förslaget.³ Vi frågar oss dock vilket värde detta undantag har. Nyemissioner av såväl aktier som obliga-

2 Optioner och terminer är exempel på så kallade derivatinstrument, vars värde beror på värdet på en annan, underliggande tillgång, till exempel en aktie.

3 Aktiemarknaden utgörs av handel med andelar i företag och denna handel sker på börser eller mellan parterna bilateralt (så kallad OTC-handel). Om det är fråga om en aktieemission kommer aktieägarnas köpeskilling bolaget direkt till godo genom att det egna kapitalet ökar. I detta fall talar man om en primärmarknad. Om aktierna köps på en börs eller bilateralt av en annan placerare är det istället fråga om handel på en sekundärmarknad, då aktierna redan har emitterats.

tioner skulle påverkas indirekt av skatten, eftersom köparna på primärmarknaden skulle få betala transaktionsskatt då tillgången säljs. Man bör dessutom förvänta sig lägre priser på sekundärmarknaden, där både köpare och säljare belastas av skatten.

Skattskyldigheten ska gälla finansiella institutioner som är skatterättsligt etablerade i EU. Definitionen av finansiella institutioner är vid i förslaget och inkluderar breda grupper av finansiella företag, alltifrån banker till försäkringsbolag och investeringsfonder. Även icke-finansiella företag kan omfattas av skattskyldigheten om de genomför finansiella transaktioner för det egna företagets räkning. Dessutom inkluderar kommissionen själva marknadsplatsen i definitionen. Det innebär att skatten kommer att omfatta alla de transaktioner med finansiella instrument som äger rum på en reglerad marknadsplats, oavsett vem som står som köpare eller säljare.

Kommissionen ger huvudsakligen två skäl till sitt förslag. För det första anför man att skatten skulle kunna få finansmarknaden att fungera bättre, bland annat genom att minska inslaget av spekulation. För det andra anför man att transaktionsskatten skulle kunna få finanssektorn att bidra till att täcka kostnaderna vid finanskriser. Kommissionen menar också att en samordning mellan EU-länderna kring en transaktionsskatt skulle kunna utgöra ett viktigt steg på vägen mot en global samordning.

Kommissionen har också analyserat konsekvenserna av en transaktionsskatt inom EU. I huvudscenariot i denna analys (EU-kommissionen, 2011) beräknar man att intäkterna skulle bli drygt 57 miljarder euro om året vid en transaktionsskatt på 0,1 procent för aktier, obligationer och valutor samt börs-, växelkurs- och OTC-derivat. Beräkningen baseras på omsättningen av finansiella instrument 2010 och intäkterna motsvarar 0,5 procent av BNP för 2010, vilket är en relativt hög siffra om man jämför med de tidigare statsfinansiella erfarenheterna av transaktionsskatter (se avsnitt 6 för en redogörelse för tidigare statsfinansiella erfarenheter). Kommissionen utgår i beräkningen från att skattebasen minskar när skatten införs; man antar att den så kallade transaktionselasticiteten blir 1,5, vilket innebär att handeln med finansiella tillgångar minskar med 1,5 procent när skatten höjs med 1 procent. Det finns dock skäl att tro att elasticiteten blir betydligt högre. Vi kan jämföra den elasticitet som kommissionen utgår från med elasticiteten för den svenska så kallade valpskatten, som Lindgren och Westlund (1990) har beräknat till 0,85–1,35. Valpskatten, som infördes i Sverige 1984 och som avskaffades 1991, var en omsättningsskatt på handel med värdepapper (se avsnitt 4 för en mer utförlig beskrivning av valpskatten). Skatten var i kraft under en period då kapitalrörligheten i Sverige var begränsad till följd av regleringar. Regleringarna innebar att transaktionerna inte kunde migrera i den utsträckning som de hade kunnat göra om kapitalrörligheten hade varit fri. När EU-kommissionen bedömer hur väl transaktionsskatten kan upprätthålla skattebasen på dagens finansmarknader med fri kapitalrörlighet, avviker deras antagande således inte påtagligt från den beräknade elasticiteten på den kraftigt reglerade svenska finansmarknaden under 1980-talet. Det finns alltså en risk att skattebasens storlek blir avsevärt mindre än vad kommissionen förväntar sig.

Vad blir då den sammantagna samhällsekonomiska effekten av kommissionens förslag? Kommissionen (2011) konstaterar i sin konsekvensanalys att man kan förvänta sig att en

skatt på 0,1 procent på aktier minskar BNP-nivån med åtminstone 0,5 procent årligen, eventuellt med så mycket som 1,8 procent när skatten får full effekt. Det råder dock en stor osäkerhet om denna kostnad. Kommissionen utgår i sin bedömning från att skatten får finansmarknaden att fungera bättre och att detta bidrar till att sänka den samhällsekonomiska kostnaden för skatten. Fallet i BNP beror, enligt kommissionen, på att företagens kapitalkostnad ökar när de ska kompensera placerare på finansmarknaden för transaktionsskatten. Den högre kapitalkostnaden minskar i sin tur investeringar och därmed BNP. Denna kostnad kan dessutom öka ytterligare om man också beskattar obligationer och valutor samt börs-, växelkurs- och OTC-derivat. Samtidigt hävdar kommissionen i sitt huvudscenario att en transaktionsskatt som uppgår till 0,1 procent skulle kunna generera ungefär 0,5 procent av BNP i skatteintäkter. Vi vill dock understryka att det råder en stor osäkerhet också kring denna bedömning. Till skillnad mot kostnadsberäkningen inkluderar bedömningen sådana intäkter som uppkommer när man beskattar obligationer och valutor samt börs-, växelkurs- och OTC-derivat. Uppskattningen ligger dessutom högt i förhållande till erfarenheterna i de europeiska länder som har eller har haft en transaktionsskatt (se avsnitt 6).

Om kommissionens bedömning stämmer, innebär förslaget att man inför en skatt som för med sig en samhällsekonomisk kostnad som på lång sikt leder till en minskad ekonomisk aktivitet. Denna kostnad kan alltså bli anmärkningsvärt stor i förhållande till intäkterna från den föreslagna skatten. En minskad ekonomisk aktivitet innebär också att intäkterna från de övriga skatterna minskar, vilket kommissionen inte tagit hänsyn till i sin bedömning. Sett mot den här bakgrunden betraktar vi kommissionens lagförslag som samhällsekonomiskt svårmotiverat.

3 Internationella erfarenheter

Ett antal länder har eller har nyligen haft någon form av transaktionsskatt. I det följande beskriver vi kort de transaktionsskatter som i dag tillämpas i Storbritannien och Schweiz, två länder som vanligtvis betraktas som finansiella centrum. Andra länder som för närvarande har en transaktionsskatt är Belgien, Finland, Grekland, Indien, Italien, Polen, Singapore, Sydafrika, Sydkorea och USA. I USA rör det sig om en mycket låg avgift som tas ut vid aktiehandel för att finansiera den amerikanska finansinspektionen, SEC. Transaktionsskatt på derivat är jämförelsevis ovanligt, men förekommer i exempelvis Indien och Taiwan (Matheson, 2011).

Storbritanniens transaktionsskatt är en så kallad stämpelskatt. Den likställs därmed med den avgift som en köpare betalar vid exempelvis förvärv av fast egendom eller en tomträtt. Stämpelskatter har man framför allt infört av statsfinansiella skäl. Transaktionsskatten uppgår till 0,5 procent av köpeskillingen vid köp och försäljning av aktier i företag som är registrerade i Storbritannien. Den belastar därmed även transaktioner som äger rum utanför Storbritannien, om företaget som ger ut aktien är registrerat där. Skatten omfattar också de underliggande aktierna vid handel med optioner och terminer.

Man ger skattelättnader till de mäklarhus som handlar med aktier för egen räkning, medan mer långsiktiga placeringar inte erhåller några lättnader. Syftet med skattelättnaderna är att upprätthålla Londonbörsens roll som ett finansiellt centrum. Dessa undantag förde med sig att över 70 procent av aktieomsättningen i Storbritannien inte beskattades 2005 (Oxera, 2007). Skatten ger årligen intäkter som motsvarar drygt 0,2 procent av landets BNP (Matheson, 2011).

Schweiz beskattar aktier, obligationer och vissa typer av derivat. Liksom i Storbritannien är transaktionsskatten i Schweiz en stämpelskatt, det vill säga en skatt som framför allt har motiverats av statsfinansiella skäl. Skatten har även syftat till att undvika alltför omfattande kapitalinflöden och en alltför stark valuta (Wrobel, 1996). Skattskyldigheten omfattar både inhemska och utländska placerare, medan mäklarhus som handlar med aktier för egen räkning undantas från beskattning. Undantagen gäller bland annat också schweiziska investeringsfonder, utländska banker, utländska försäkringsbolag och utländska mäklarhus. De många undantagen anses vara en förklaring till att Schweiz trots skatten betraktas som ett finansiellt centrum (Brondolo, 2011). Skatten ger årliga intäkter på ungefär 0,5 procent av BNP.

Vilken effekt har en transaktionsskatt i länder med mindre utvecklade finansmarknader och färre förmånliga skatteavdrag? Låt oss diskutera det med utgångspunkt i den svenska erfarenheten.

4 Den svenska erfarenheten

1984 infördes den så kallade valpskatten i Sverige. Skatten syftade bland annat till att minska volatiliteten, det vill säga prISRörligheten, på finansmarknaden. En annan orsak anses vara att den fackliga centralorganisationen LO förespråkade en sådan skatt, något som bland annat återspeglades i den dåvarande LO-ordföranden Stig Malms kritik mot höga ersättningar till "finansvalparna" (Campbell och Froot, 1993; Wrobel, 1996).

Valpskatten uppgick till en början till 0,5 procent vid köp och försäljning av aktier, det vill säga till 1 procent för en transaktion. De skattskyldiga var dels fondkommissionärer, dels de företag som under ett halvt kalenderår omsatt värdepapper till ett värde av minst 500 000 kronor. Skatten var geografiskt begränsad, till skillnad från den brittiska transaktionsskatten som beskattar all aktiehandel i företag registrerade i Storbritannien oavsett var handeln äger rum. Skatten omfattade således enbart svenska värdepapper som handlades vid en svensk marknadsplats.

Intäkterna från skatten uppgick till 0,13 procent av Sveriges BNP för budgetåret 1984.⁴ Den 1 juli 1986 fördubblades skattesatsen till 2 procent per transaktion och skattebasen breddades så att den nu också omfattade optioner på aktier och konvertibler.⁵ Detta resulterade i att intäkterna ökade till 0,33 procent av BNP för budgetåret 1986 (ESV, 2011). Samtidigt måste skatteintäkterna ses mot bakgrunden av att detta var under en period då utflödet av kapital från Sverige var begränsat av den så kallade valutaregleringen, som var

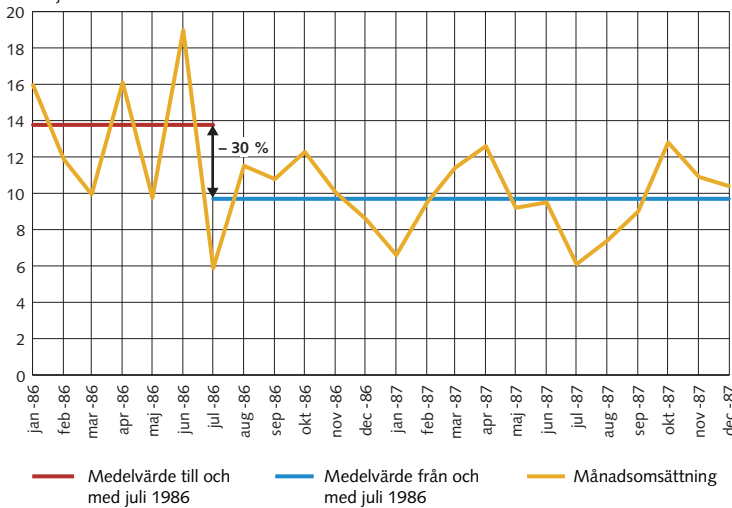
4 Ekonomistyrningsverket (ESV), 2011.

5 Konvertibler är ett skuldebrev som kan konverteras till aktier till en förutbestämd kurs i det emitterande företaget.

i kraft 1939–1989. Svenska placerare hade alltså små möjligheter att flytta transaktioner till utländska marknader, vilket påverkade skatteintäkterna.

Diagram 1 illustrerar hur omsättningen vid Stockholmsbörsen (gul linje) förändrades i samband med att skattesatsen fördubblades och skattebasen breddades. Den genomsnittliga omsättningen vid Stockholmsbörsen minskade med cirka 30 procent under andra halvåret 1986 och under helåret 1987 (blå linje) jämfört med första halvåret 1986 (röd linje). Skattehöjningen sammanföll dessutom med att handeln i de 11 mest omsatta aktierna minskade med 60 procent (Umlauf, 1993). Orsaken till den lägre omsättningen var att utländska placerare drog ner på sin aktiehandel i Sverige och att svenska placerare minskade mängden aktietransaktioner (Wrobel, 1996). Den lägre omsättningen kan förstås bero på andra faktorer än enbart förändringen i beskattning. Det är dock svårt att identifiera vilka andra faktorer som kan ha påverkat omsättningen så påtagligt vid den här tidpunkten.

Diagram 1. Omsättningen på Stockholmsbörsen 1986–1987
Miljarder kronor



Anm. Den 1 juli 1986 fördubblades skattesatsen och skattebasen breddades till att inkludera optioner på aktier och konvertibler.

Källa: Nasdaq OMX.

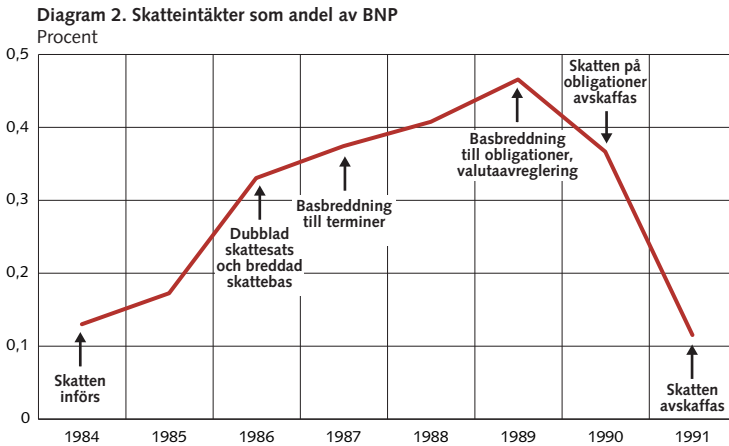
Efter att skattebasen breddades till att även inkludera terminskontrakt på aktier och aktieindex den 1 juli 1987, visade basen ytterligare tecken på att erodera, och skatteintäkterna ökade inte i den utsträckning som man hade förväntat sig: för budgetåret 1987 uppgick skatteintäkterna till 0,37 procent av BNP (ESV, 2011).

Skattebasen breddades återigen 1989 och omfattade då också obligationer. Motivet var att man ville skapa neutralitet mellan skatten på obligationer och skatten på aktier. Därmed skulle man undvika handel med obeskattade tillgångar. Omsättningen av obligationer föll med 85 procent i samband med denna breddning. Handeln med obligationsbaserade derivat minskade med 98 procent och handeln med optioner upphörde i stort sett helt. Intäktsökningen från basbreddningen var därför förhållandevis liten och uppgick till 80

miljoner kronor, eller mindre än 5 procent av de förväntade intäkterna (Campbell och Froot, 1993). Samtidigt som omsättningen föll ökade handeln med obeskattade men likartade räntebärande instrument, som skuldförbindelser (*debentures*), *forward rate agreements* och *variable rate notes*. Det var instrument som kunde återskapa den risk- och avkastningsprofil som obligationerna hade haft. Den totala handeln med räntebärande instrument minskade således inte påtagligt, eftersom handeln ökade med likartade men obeskattade tillgångar (Campbell och Froot, 1993). Vi frågar oss därför i vilken utsträckning skatten verkligen minskade inslaget av spekulation på obligationsmarknaden.

År 1990 hade över 50 procent av omsättningen av svenska aktier flyttat till Londonbörsen (Umlauf, 1993). Det var kort efter att de sista delarna av valutaregleringen avskaffats i Sverige. Skatten på obligationer avskaffades sedan i juli 1990. Skatten på andra finansiella transaktioner halverades den 1 januari 1991 och valpskatten avskaffades helt i december 1991. Skatteintäkterna hade då fallit till 0,12 procent av Sveriges BNP (ESV, 2011). När skatten hade avskaffats ökade åter omsättningen vid Stockholmsbörsen: 1992 ägde över 50 procent av aktiehandeln i svenska aktier rum vid Stockholmsbörsen, jämfört med 40 procent 1991 (Campbell och Froot, 1993).

Diagram 2 visar skatteintäkterna som andel av BNP. Det framgår av diagrammet att intäktsökningarna från den successivt breddade skattebasen var begränsade efter 1986.



Anm. Intäkterna gäller för budgetåren, det vill säga den period som gäller för statsbudgeten. Före 1997 sträckte sig budgetåret från och med 1 juli till och med 30 juni.

Källa: ESV.

Skatten gav upphov till en rad juridiska komplikationer under den tid då den var i kraft. Det uppstod till exempel problem med att definiera vad som skulle utgöra en beskattningsbar transaktion. Beskattningsbara transaktioner definierades som genomförda transaktioner. Som en följd av detta beskattade man inte vissa typer av derivat, vilket gav upphov till en bristande skatteneutralitet. Den bristande neutraliteten ledde i sin tur till en ökad handel med likartade men obeskattade finansiella instrument.

Skatten infördes under en period då finansmarknaderna var reglerade. Skattebasernas rörlighet har ökat betydligt jämfört med 1980-talet till följd av avregleringen och internationaliseringen av finansmarknaderna i kombination med den datoriserade värdepappershandeln. Det är därför inte troligt att skatten skulle generera motsvarande intäkter idag. Mängden finansiella instrument har dessutom ökat över tiden, liksom instrumentens komplexitet. Det gör det svårare att upprätthålla skatteneutralitet mellan olika tillgångar om en transaktionsskatt införs idag. Om skatten ökar handeln med obeskattade tillgångar kan man fråga sig i vilken utsträckning den skulle minska inslaget av spekulation på finansmarknaden.

De som argumenterar för en transaktionsskatt menar att den svenska valpskatten inte utformades på ett effektivt sätt och att en mer optimalt utformad skatt kan korrigera för marknadsmisslyckanden. Vi redogör i det följande för dessa argument.

5 Finansmarknadens funktion

Ekonomisk analys av skatter utgår vanligtvis från att en skatt i så liten utsträckning som möjligt ska vara snedvridande. Exempel på snedvridningar är när en skatt gynnar vissa investeringar framför andra, eller när den leder till att en del utbyten av varor och tjänster inte äger rum. De intäkter som skatten ger ska ställas mot de samhällsekonomiska kostnader som den för med sig i form av minskad ekonomisk aktivitet. Därför bör utgifter finansieras med skatter som har så liten snedvridande effekt som möjligt.

En transaktionsskatt syftar däremot uttryckligen till att skapa snedvridningar. Man motiverar detta med att skatten kan korrigera för så kallade negativa externaliteter och därmed förbättra finansmarknadens sätt att fungera. En negativ externalitet uppkommer när kostnaderna för en vara eller tjänst inte belastar parterna i en transaktion fullständigt och dessutom påverkar utomstående parter. En korrekt utformad skatt kan i sådana lägen öka den samhällsekonomiska effektiviteten genom att få parterna att ta hänsyn till den kostnad som de orsakar samhället i övrigt. Skatten blir då en så kallad second best-lösning som korrigerar en snedvridning med en annan snedvridning. Sett ur det perspektivet är en transaktionsskatt exempelvis lik miljöskatter eller "syndskatter" på till exempel alkohol och tobak.

5.1 NEGATIVA EXTERNALITETER TILL FÖLJD AV HÖG VOLATILITET

Ett argument som ibland framförs är att kortsiktiga och spekulativa transaktioner är skadliga för finansmarknadernas funktion. Som exempel på sådana transaktioner nämns ofta högfrekventa, algoritmstyrda transaktioner (så kallad *high frequency trading*). En transaktionsskatt skulle då vara motiverad för att den minskar transaktionsvolymen och därmed gör så att finansmarknaderna fungerar bättre.

Det är dock oklart vilken koppling som finns mellan transaktionsvolymen och marknadens funktion. En marknad kan anses fungera väl om den är:

(i) likvid, det vill säga om omsättningen är stor och enskilda transaktioner inte påverkar marknadspriset i någon större utsträckning;

(ii) effektiv, det vill säga om priserna reflekterar all relevant och tillgänglig information.

En vidareutveckling av (ii) är att volatiliteten bör stå i proportion till volatiliteten i de ekonomiska fundamenta som marknaden reflekterar.

Något förenklat kan man säga att moderna finansmarknader i regel är likvida och förhållandevis effektiva. Samtidigt är volatiliteten i priserna på vissa tillgångar högre än vad som motiveras av volatiliteten i de fundamenta som priserna ska reflektera (Shiller, 1981; LeRoy, 2008). Denna så kallade *excess volatility* kan man se som en negativ externalitet, i synnerhet om man bedömer att volatiliteten för med sig risker för den finansiella stabiliteten eller ökar företagets kapitalkostnader.

Enligt Summers och Summers (1989) kan man förvänta sig att en transaktionsskatt minskar volatiliteten därför att den missgynnar kortsiktiga placerare till förmån för långsiktiga. Summers och Summers (1989) menar att överdrivet stora kursrörelser uppstår till följd av att vissa placerare spekulerar i att en observerad prisförändring ska fortsätta i samma riktning, ett så kallat momentum. Små kursrörelser kan då tillfälligt förstärkas på ett sätt som inte motiveras av de fundamentala ekonomiska variablerna. I ett sådant läge kan transaktionsskatten minska volatiliteten, såvida långsiktiga placerare är mer benägna än kortsiktiga placerare att basera sina placeringar på ekonomiska fundamenta och dessutom i genomsnitt gör färre transaktioner. I praktiken är det dock svårt att skilja mellan kort- och långsiktiga placerare. Teoretiska modeller av finansmarknaders mikrostruktur har inte heller resulterat i några entydiga slutsatser om sambandet mellan transaktionsskatter och volatilitet.⁶

Empiriska studier ger dessutom inget entydigt belägg för att en transaktionsskatt skulle minska volatiliteten.⁷ Studier av högfrekvent handel pekar på att dessa transaktioner sannolikt bidrar till en lägre volatilitet, även om man inte kan utesluta att de kan ha en negativ effekt på hur marknaden fungerar under särskilt turbulenta perioder.⁸

Sammanfattningsvis består argumentet för en transaktionsskatt som ett medel för att minska volatiliteten av tre huvudsakliga delargument:

- (i) volatiliteten på finansmarknaderna är större än vad som är samhällsekonomiskt optimalt;
- (ii) volatiliteten minskar om transaktionsvolymerna minskar;
- (iii) en transaktionsskatt leder till minskade transaktionsvolymen.

Även om (i) vore korrekt, så är (ii) i bästa fall en hypotes, såväl teoretiskt som empiriskt, och (iii) förutsätter att transaktionsvolymen inte flyttar till andra länder eller till obeskattade placeringsinstrument.

Vi vill också understryka att en större transaktionsvolym i regel innebär en större likviditet på finansmarknaden. Det kan man se som något positivt, eftersom likviditeten förbättrar riskhanteringen och möjliggör en effektiv kapitalförsörjning för hushåll och företag. Om en transaktionsskatt minskar handelsvolymen är den därför en skatt på likviditet snarare än på volatilitet. På mycket likvida marknader påverkas inte tillgångspriserna av storleken och

6 Se till exempel Subrahmanyam (1998); Dupont och Lee (2007); Pellizzari och Westerhoff (2009).

7 Se EU-kommissionen (2010b) för en översikt, eller Umlauf (1993) för en detaljstudie av den svenska erfarenheten från 1980-talet.

8 Se till exempel Brogaard (2010); Zigrand m.fl. (2011); Linton och O'Hara (2011).

frekvensen i handeln, medan handeln kan påverka priserna betydligt på en illikvid marknad (Habermeier och Kirilenko, 2003). I samma utsträckning som en transaktionskatt minskar likviditeten ökar den därför volatiliteten på marknaden, snarare än minskar den.⁹

Det finns dessutom forskning som visar att högfrekventa transaktioner förbättrar likviditeten i handeln med aktier, minskar transaktionskostnaderna och gör prissättningen på finansmarknaderna mer effektiv (Hendershott m.fl., 2011). Det finns också flera studier som tar upp sambandet mellan likviditeten på aktiemarknaden och den långsiktiga tillväxten.¹⁰ I dessa undersökningar är likviditeten på aktiemarknaden positivt korrelerad med långsiktig tillväxt, kapitaluppyggnad och produktivitetstillväxt. Enligt dessa studier skulle en transaktionskatt således leda till lägre ekonomisk tillväxt, eftersom skatten minskar likviditeten.

5.2 NEGATIVA EXTERNALITETER TILL FÖLJD AV EN KORTSIKTIG PLACERINGSHORISONT

Ett annat relaterat argument som ibland framförs är att en transaktionskatt främjar en långsiktig placeringshorisont hos investerare. Skatten skulle därmed leda till att bolagsledningarna lägger mindre vikt vid kortsiktiga konsekvenser, det vill säga att man minskar inslaget av "kvartalskapitalism" i ekonomin. Argumentet är inte övertygande. Det saknas belägg för att det skulle finnas ett enkelt och entydigt samband mellan hur ofta investerare omsätter ett bolags aktier eller obligationer och vilka beslut en bolagsledning fattar. I slutändan bör värderingen av ett företags aktier reflektera nuvärdet av förväntade framtida vinster. Det är svårt att se hur en transaktionskatt skulle kunna påverka de förväntade vinsterna vid sidan om den negativa effekt som följer av en ökad kapitalkostnad.

Det bör också påpekas att kopplingen mellan placeringshorisonten och graden av spekulering är oklar. Det är svårt att avgöra om en placering är samhällsekonomiskt kostsam enbart med utgångspunkt i dess tidshorisont. *Hedging*, som ibland kategoriseras som en kortsiktig transaktion, är till exempel en investeringsstrategi som syftar till att minska eller eliminera finansiell risk. Det går att ifrågasätta om den är samhällsekonomiskt kostsam. Många kortsiktiga placeringar reflekterar också företagets behov av att försäkra sig mot fluktuationer i växelkurser och råvarupriser. Dessutom behöver en placerare balansera om en optimal portfölj som är fördelad på riskfria och riskfyllda tillgångar när värdet på de riskfyllda tillgångarna förändras. Det gäller oavsett om ett långsiktigt sparande eller en kortsiktig placering avses. Placeringar som endast löper en kort tid kan alltså spegla andra behov än spekulering.

5.3 NEGATIVA EXTERNALITETER TILL FÖLJD AV FINANSSEKTORNIS STORLEK

Det finns en omfattande forskning som visar på finanssektorns betydelse för den ekonomiska tillväxten.¹¹ Välutvecklade finansiella marknader underlättar tillgången på kapital och gör det mer lönsamt för företag att investera. Finanssektorns samhällsfunktion består dels i att

9 Se till exempel Suvanto (2001) eller EU-kommissionen (2010a).

10 Se till exempel Levine (1991); Holmström och Tirole (1993); Bencivenga m.fl. (1995); Levine och Zervos (1998); Beck m.fl. (2000).

11 Se till exempel Beck m.fl. (2000) eller Levine (2005) för en översikt.

främja att kapital fördelas (allokeras) dit avkastningen är som högst, dels i att underlätta risk-spridning. Finansiella transaktioner är därför positiva för samhällsekonomin i den utsträckning som de bidrar till en effektiv kapitalallokering.

Även om en växande finanssektor antas ha en positiv effekt på kapitalallokeringen, och därmed på samhällsekonomin, så bör denna effekt vägas mot det faktum att finanssektorn i sig tar samhällets resurser i anspråk. För det första fordras nämligen någon form av myndighet som övervakar den finansiella stabiliteten. Ju större finanssektor, desto mer resurser tas i anspråk för övervakning. För det andra fordras humankapital. Tobin (1984) menade att de höga lönerna i finanssektorn lockar till sig många högutbildade, vars humankapital skulle kunna ge en högre samhällelig avkastning på annat håll. Om så är fallet, bör denna alternativkostnad och kostnaden för övervakning tas med när fördelarna och nackdelarna med en skatt på finansiella transaktioner vägs mot varandra.

Utöver dessa kostnader tillkommer troligen andra diffusa kostnader för en stor och vidlyftig finanssektor. Till exempel genom att näringslivets anseende skadas för att en viss kultur inom finansbranschen påverkar allmänhetens uppfattning om de övriga delarna av näringslivet. Eller om det sociala kontraktet utsätts för påfrestningar, till exempel om en grupp individer uppbär höga ersättningar för att utföra ett arbete som inte anses bidra till samhällsnyttan. Debatten i kölvattnet av finanskrisen ger vissa belägg för att det finns sådana här samband. Även om det skulle ligga en del substans i denna argumentation så är det långt ifrån klart att en transaktionsskatt skulle vara rätt sätt att hantera problemen. En transaktionsskatt kan i slutändan belasta hushåll och företag genom dyrare finansiella tjänster. I till exempel USA övervältrar de finansiella intermediärerna (bland annat banker, försäkringsbolag och investmentbanker) avgiften för aktiehandeln på kunden (Matheson, 2011).

Det finns dock ett visst stöd för uppfattningen att finanssektorns andel av ekonomin har vuxit de senaste decennierna. 1960 stod omsättningen i den amerikanska finans- och försäkringsbranschen för 4 procent av USA:s BNP, 2007 utgjorde den 8 procent (Krugman, 2009). I USA har dessutom finanssektorns andel av BNP fyrdubblats under de senaste 60 åren, om man ser till summan av vinster och löner i sektorn. Och i Storbritannien ökade banksektorns tillgångar från 50 procent av landets BNP under 1970-talet till 300 procent år 2000 och till hela 550 procent år 2007.¹²

Den internationella finanskrisen under hösten 2008 visade att en alltför stor finanssektor skapar risker som kan medföra betydande kostnader för samhällsekonomin. Det gäller framför allt om finansmarknaden är så koncentrerad att den är beroende av några få finansiella företag som inte får gå i konkurs av finansiella stabilitetsskäl. Finanskrisen på Island är ett exempel på att en alltför omfattande banksektor kan skapa en finansiell instabilitet som får reala ekonomiska konsekvenser. Samma sak bekräftas även i flera studier. Dessa finner stöd för att en större finanssektor ökar tillväxten i länder med en lägre nivå av finansiell utveckling, medan en större sektor minskar tillväxten i länder med redan väl utvecklade finans-

¹² Tal av Lorenzo Bini Smaghi, ledamot i Europeiska centralbankens (ECB) direktion, vid Nomura Seminar den 15 april 2010.

marknader.¹³ Ett skäl som framhållits är att en alltför omfattande kreditgivning ökar risken för improduktiva investeringar. Resultaten i Arcand m.fl. (2011) tyder på att en övre gräns i utlåningen till den privata sektorn är omkring 110 procent av BNP. Mer forskning behövs emellertid innan slutsatser kan dras om den lämpliga storleken på den finansiella sektorn i enskilda länder.

Samtidigt visar finanskrisens förlopp att det är viktigt för företagen att det finns banker med en tillräckligt stor kapacitet för att försörja ekonomin med krediter. En av finansmarknadens mest grundläggande funktioner är att förmedla lån mellan dem som vill spara och dem som vill genomföra investeringar eller konsumera men saknar tillräckliga medel. Om bankerna inte lånar ut till hushåll och företag som har lönsamma investeringsobjekt, uppstår en kreditransonering med negativ effekt på konsumtionen, investeringarna och BNP.

Det är inte heller uppenbart att en skatt på finansiella transaktioner skulle påverka finanssektorns storlek. När man analyserar skatter är det av central vikt att skilja på vem som rent formellt betalar skatten och vem som bär den ekonomiska kostnaden. Den ekonomiska incidensen, det vill säga transaktionsskattens faktiska fördelningsprofil, är svårbedömd. Skatten kan till exempel i slutändan belasta finansinstitut, marknadsplatser, icke-finansiella företag via en förändrad kapitalkostnad. Företagens kapitalkostnader ökar om investerare ska kompenseras för skatten (vilket exempelvis är fallet om avkastningskravet efter skatt bestäms på de internationella kapitalmarknaderna). Det leder till minskade investeringar och därmed lägre BNP. Skatten kan också belasta hushåll och icke-finansiella företag genom att finansiella tjänster blir dyrare och riskspridningen kostsammare. I den mån skatten skulle leda till kostsammare riskspridning för hushållen och vältras över på företagets kapitalkostnad och på kostnaden för statlig upplåning, skulle den inte vara en skatt på finanssektorns storlek.

Det finns andra instrument som är bättre lämpade att hantera en alltför stor finanssektor. IMF (2010) tar till exempel upp en skatt på finansiell verksamhet, en så kallad *Financial Activities Tax*. Skatten skulle stå i proportion till summan av löner och vinster hos de finansiella företagen, vilket innebär att skattebasen kan jämföras med det momspliktiga mervärdet. En sådan skatt skulle därför syfta till att kompensera för att de flesta finansiella tjänster är momsbefriade. Momsbefrielsen innebär att finanssektorn indirekt subventioneras och eventuellt är större än den annars hade varit.

Transaktionsskatten ger alltså upphov till flera negativa externa effekter. De som förordar skatten menar trots allt att en rätt utformad transaktionsskatt skulle kunna förstärka statsbudgeten i de länder som inför skatten. Dessa statsfinansiella aspekter diskuterar vi i det följande.

¹³ Se Arcand m.fl. (2011); Rioja och Valev (2004); Deidda och Fattouh (2002).

6 Statsfinansiella aspekter

De statsfinansiella argumenten för en transaktionsskatt bygger bland annat på att intäkterna från skatten bidrar till att stärka de svaga offentliga finanser som finanskrisen har gett upphov till i många länder. Skatten är även tänkt att finansiera framtida stödåtgärder till sektorn. Här råder dock en motsättning mellan skattens två syften: att förbättra finansmarknadens sätt att fungera och generera intäkter. I den utsträckning som skatten påverkar volymen av spekulativa transaktioner påverkar den intäkterna negativt; i den utsträckning som skatten genererar intäkter påverkas däremot inte de spekulativa transaktionerna.

Den finanskris som bröt ut 2007 ledde till omfattande statliga stödåtgärder till finanssektorn i många länder. Delar av de statliga garantierna utnyttjades visserligen inte fullt ut, men totalt sett erbjöd man finanssektorn i bland annat Belgien, Irland, Tyskland, Grekland, Nederländerna, Spanien, Storbritannien och USA offentliga resurser som i genomsnitt motsvarade 7 procent av BNP. Om man tar hänsyn till att delar av stödet har betalats tillbaka, uppgår kostnaden till i genomsnitt 5 procent av BNP: 38 procent i Irland, 6 procent i Storbritannien, 12 procent i Tyskland och 3 procent i USA (IMF, 2011). Men om man ser till samhällsekonomin i stort har kostnaden varit långt större: produktionsbortfallet till följd av finanskrisen uppgick under den djupaste nedgången i genomsnitt till 26 procent av BNP i G20-området (IMF, 2010). Intäkterna från transaktionsskatten är tänkt att delvis täcka dessa kostnader.

Hur stora är då de potentiella intäkterna? De förväntade intäkterna varierar beroende på skattesatsen, skattens geografiska täckning och handelsvolymen. Så länge det saknas en internationell uppslutning kring skatten, kommer dessutom intäkterna att påverkas av möjligheterna att undvika skatten. Hur stora intäkterna blir kommer till exempel att bero på i vilken utsträckning transaktionerna flyttar till obeskattade marknader. Den svenska transaktionsskatten ledde, som tidigare nämnts, till att omsättningen av svenska aktier flyttade till Londonbörsen när valutaregleringen avskaffades. Den teknologiska utvecklingen sedan dess och finansmarknadernas globalisering talar för att skattebasen torde vara än mer lätttrölig i dag.

Tabell 1 visar intäkterna som andel av BNP i ett antal länder som har eller har haft en transaktionsskatt.

Tabell 1. Intäkter som andel av BNP

LAND	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Frankrike	0,05	0,01	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0	0
Tyskland	0,06	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Hongkong	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2,10	1,32
Indien	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0,02	0,07	0,12	0,19	0,1	n/a
Italien	0,08	0,12	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Japan	0,18	0,11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sydkorea	0,12	0,18	0,62	0,37	0,45	0,32	0,26	0,41	0,43	0,58	n/a	n/a
Sydafrika	n/a	n/a	n/a	0,34	0,36	0,36	0,46	0,54	0,58	0,49	0,51	n/a
Schweiz	0,56	0,38	0,85	0,67	0,5	0,46	0,47	0,44	0,46	0,46	n/a	n/a
Taiwan	n/a	n/a	n/a	0,65	0,77	0,72	0,85	0,65	0,79	1,07	0,77	n/a
Storbritannien	0,12	0,17	0,45	0,27	0,23	0,22	0,22	0,27	0,28	0,29	0,22	n/a

Källa: Matheson (2011).

Skatteintäkterna i Frankrike, Japan, Tyskland och Italien uppgick som mest till 0,2 procent av BNP. I Sydafrika, Sydkorea, Storbritannien och Schweiz genererade skatten intäkter motsvarande 0,2–0,7 procent av BNP, medan intäkterna i Hongkong och Taiwan var 1–2 procent. Det framgår således av tabell 1 att kommissionens uppskattning av intäkterna från en transaktionsskatt på EU-nivå, det vill säga 0,5 procent av BNP, ligger i det övre intervallet för de europeiska länder som har eller har haft en liknande skatt.

Skatteintäkterna kommer också att variera beroende på hur beskattningsunderlaget definieras och i vilken utsträckning transaktionerna med liknande obeskattade finansiella instrument ökar. Tabell 2 visar hur intäkterna beräknas variera beroende på hur skattebasen definieras.

Tabell 2. Prognostiserade intäkter från transaktionsbeskattning

KÄLLA	SKATTEBAS	SKATTESATS (%)	PROGNOSTISERADE INTÄKTER (MDR USD)
Pollin m.fl. (2008)	USA, aktier	0,5	28–55
	USA, terminer	0,002	1–3
	USA, optioner	0,5	3–7
Schmidt (2007)	USD, spot, termin och swap	0,005	28,4
	GBP, spot, termin och swap	0,005	12,3
	EUR, spot, termin och swap	0,005	5,6
	JPY, spot, termin och swap	0,005	5
Schulmeister m.fl. (2008)	Aktier, globalt	0,01	6,6–7
	Obligationer, globalt	0,01	1,4
	Derivat, börs, globalt	0,01	110–147
	Derivat, OTC, globalt	0,01	83–111
Spratt (2006)	USD, spot och derivat	0,005–0,01	10,7–20,9
	GBP, spot och derivat	0,005–0,02	4,3–8,4
	EUR, spot och derivat	0,005–0,03	2,5–4,9
	JPY, spot och derivat	0,005–0,04	2,1–4,1

Källor: Pollin m.fl. (2008), Schmidt (2007), Schulmeister m.fl. (2008) och Spratt (2006).

Det framgår av tabell 2 att intäkterna varierar betydligt beroende på hur stort beskattningsunderlaget är. Intäkterna beror också på transaktionselasticiteten, som anger hur skattebasen påverkas av en förändring i skattesatsen. Det finns en stor osäkerhet i bedömningen av transaktionselasticitetens storlek. Pollin m.fl. (2008) antar att en transaktions-skatt på 0,5 procent för aktier och optioner minskar handeln i USA med 50 procent eller att handelsvolymen blir oförändrad. Schulmeister m.fl. (2008) utgår från att handeln med aktier, obligationer och derivat faller med 10–40 procent om man inför en hälften så hög skatt på global nivå.

Här vill vi påminna om den svenska erfarenheten, som visar att intäkterna från en transaktions-skatt kan vara flyktiga av flera skäl:

(i) På avreglerade och internationaliserade finansiella marknader är det lätt att flytta transaktioner till obeskattade marknader. Utvecklingen mot automatiserad och datoriserad handel har sannolikt ökat dessa möjligheter ytterligare. Detta leder till en eroderad skattebas.

(ii) Det har visat sig vara problematiskt att juridiskt sett avgöra vad som är en beskattningsbar transaktion. Detta gör skattekontrollen svårare och ökar handeln med obeskattade finansiella instrument, vilket i sin tur eroderar skattebasen. En ökad handel med obeskattade finansiella instrument ger oss också skäl att ifrågasätta om skatten minskar inslaget av spekulation på finansmarknaden.

(iii) Om skatten fyller sin funktion och får marknaden att fungera bättre – i motsats till vad som hävdas i den här artikeln – krymper skattebasen när handeln med finansiella instrument minskar. De statsfinansiella argumenten för skatten blir på så vis svagare.

7 Avslutande kommentarer

En skatt på finansiella transaktioner kan vid första anblicken framstå som ett attraktivt policyinstrument med potential att både påverka hur finansmarknaden fungerar och generera skatteintäkter. Denna bild överlever knappast en närmare granskning.

Det saknas tydliga belägg för att man på ett önskvärt sätt skulle kunna påverka hur finansmarknaderna fungerar med hjälp av en transaktionsskatt. Varken ekonomisk teori eller empiri ger stöd för att transaktionsskatter bidrar till en minskad volatilitet. Vi kan inte heller se att den skulle bidra till ett finansiellt risktagande som ligger mer i linje med samhällets intressen. Visserligen skulle en del av den datoriserade handeln med finansiella instrument inte längre vara lönsam om en transaktionsskatt infördes, men vi tycker att det är högst oklart om en sådan utveckling är önskvärd. Om datoriserad handel bidrar till lägre transaktionskostnader för investerare och en effektivare prissättning, skulle skatten skapa problem snarare än lösa dem. Det råder dessutom en direkt motsättning mellan skattens två syften. Antingen påverkas inte volymen av spekulativa transaktioner – och då genererar skatten intäkter – eller så minskar dessa transaktioner på bekostnad av skattebasen. Det är inte heller uppenbart att en skatt på finansiella transaktioner skulle påverka finanssektorns storlek. Det finns till exempel en risk att skatten leder till dyrare riskspridning och vältras över på företagens kapitalkostnad och på kostnaden för statlig upplåning. I så fall skulle den inte vara en skatt på finanssektorns storlek.

Värdet av en transaktionsskatt som intäktskälla kan dessutom ifrågasättas. Skatter genererar intäkter, men medför i regel också kostnader i form av ekonomiska snedvridningar. Dessa snedvridningar leder till en minskad ekonomisk aktivitet. I valet mellan olika skatter bör utgångspunkten vara att statens utgifter ska finansieras till lägsta möjliga samhällsekonomiska kostnad; skatter som är kraftigt snedvridande bör med andra ord undvikas. Skatter som korrigerar för externaliteter är ett undantag, men som framgår ovan är det inte klart om transaktionsskatten kan fylla en sådan funktion. Genom att studera de ekonomiska effekterna av olika skatter kan man rangordna alternativen efter hur kostsamma de är i termer av samhällsekonomisk effektivitet. Skatt på finansiella transaktioner vore med denna måttstock mätt sannolikt ett dåligt sätt att få in skatteintäkter. Stora snedvridningar kan förväntas i form av transaktioner som flyttar till andra länder, till obeskattade finansiella instrument eller helt upphör. Skatten skulle också öka företagens kapitalkostnad, vilket skulle leda till minskade investeringar och därmed lägre BNP. Även statens upplåningskostnad skulle öka, vilket måste finansieras med andra skattehöjningar eller minskade utgifter.

Vid en närmare analys framstår en skatt på finansiella transaktioner främst som en politisk symbolfråga. Det finansiella systemet behöver utan tvekan reformeras, och många länder är i behov av skatteintäkter för att förstärka de offentliga finanserna. Finanskrisen har fört med sig en internationell debatt om hur man ska reformera de finansiella systemen och hur man ska reglera dem. Debatten har också handlat om vad det finns för policyinstrument för att stärka den finansiella stabiliteten. Det här har bland annat lett till ett nytt omfattande regelverk för banker, Basel III. Regelverket innebär skärpta kapitalkrav som ska användas kontryckiskt, vilket innebär att de ska begränsa kreditgivningen i en högkon-

junktur. Bankerna ska dessutom hålla en större andel eget kapital i sina balansräkningar, och det ställs nya krav på bankernas likviditetshandling.

Det finns också åtgärder som syftar till att minimera kostnaderna för skattebetalarna vid en eventuell bankkras. Den svenska stabilitetsavgiften, som regeringen inrättade 2009, är till exempel ett verktyg för att värna skattebetalarnas intressen och långsiktigt stärka den finansiella stabiliteten. Avgiften baseras på ett avgiftsunderlag som, något förenklat uttryckt, utgörs av skuldsidan i kreditinstitutets balansräkning. Den svenska stabilitetsavgiften ger intäkter som finansierar en stabilitetsfond, en fond som kan användas för att hantera framtida finansiella kriser. Även i flera andra EU-länder överväger man att införa regler om en stabilitetsavgift, till exempel i Belgien, Danmark, Frankrike, Storbritannien och Tyskland. Man har dessutom nyligen inrättat en EU-myndighet, European Systemic Risk Board (ESRB), som ska övervaka det finansiella systemet i EU på makronivå. ESRB ska bidra till att förebygga och reducera systemriskerna som kan hota den finansiella stabiliteten i EU.

Man har också diskuterat en skatt på finansiell verksamhet, en så kallad *Financial Activities Tax*, som tagits upp av IMF (2010). Även EU-kommissionen har diskuterat detta alternativ men utan att presentera något konkret förslag. En skatt på finansiell verksamhet kan utformas på olika sätt, men tanken är att skatten skulle kunna balansera den moms-befrielse som av skattetekniska skäl omfattar stora delar av finanssektorn. Danmark är ett exempel på ett land som har infört en sådan skatt.

Effekterna av en transaktionsskatt bör utvärderas i relation till dessa åtgärder. I annat fall riskerar man att införa flera ekonomiska styrmedel för att uppnå samma mål; med andra ord riskerar man att införa en transaktionsskatt samtidigt som det finns andra planerade och redan befintliga åtgärder som är mer lämpliga för att förbättra finansmarknadens funktionssätt.

Referenser

- Arcand, Jean Louis, Enrico Berkes and Ugo Panizza (2011), "Too Much Finance?", The Graduate Institute of Geneva working paper.
- Beck, Thorsten, Ross Levine and Norman Loayza (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics* 46: 31-77.
- Bencivenga, Valerie, Bruce Smith and Ross Starr (1995), "Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth", *Journal of Economic Theory* 67: 53-177.
- Brondolo, John D. (2011), "Taxing Financial Transactions: An Assessment of Administrative Feasibility", IMF working paper no. WP/11/185.
- Brogaard, Jonathan A. (2010), "High Frequency Trading and its Impact on Market Quality", Kellogg School of Management working paper.
- Campbell, John Y. and Kenneth A. Froot (1993), "International experiences with securities transaction taxes", NBER working paper no. 4587.
- Deidda, Luca and Bassam Fattouh (2002), "Non-linearity between finance and growth", *Economics Letters* 74: 339-345.
- Dupont, Dominique and Gabriel Lee (2007), "Effects of Securities Transaction Taxes on Depth and Bid-Ask Spread", *Economic Theory* 31: 393-400.
- European Commission (2010a), "Financial Sector Taxation", EC non-paper, EC Issues Note.
- European Commission (2010b), "Innovative Financing at the Global Level", EC Taxation Papers, working paper no. 23.
- European Commission (2011), "Proposal for a Council Directive on a common system of financial transaction tax and amending Directive 2008/7/EC", COM(2011) 549.
- European Parliament (1999), "The Feasibility of an International Tobin Tax", Economic Affairs Series, ECON 107 EN.
- Habermeier, Karl and Andrei A. Kirilenko (2003), "Securities Transaction Taxes and Financial Markets", IMF Staff Papers vol. 50.
- Hendershott, Terrence, Charles M. Jones and Albert J. Menkveld (2011), "Does Algorithmic Trading Improve Liquidity?", *Journal of Finance* 66: 1-34.
- Holmstrom, Bengt and Jean Tirole (1993), "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy* 101: 678-709.
- International Monetary Fund (2010), Financial Sector Taxation. The IMF's Report to the G-20 and Background Material.
- International Monetary Fund (2011), Fiscal Monitor: Addressing Fiscal Challenges to Reduce Economic Risks, September 2011.
- Krugman, Paul (2009), The Market Mystique, *The New York Times*.
- LeRoy, Stephen F. (2008), "Excess volatility", in: Durlauf, Steven N. and Lawrence E. Blume, eds., *The New Palgrave Dictionary of Economics*, second issue.
- Levine, Ross (1991), "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", *Journal of Finance* 46: 1445-65.
- Levine, Ross (2005), "Finance and growth: Theory and evidence", in: Aghion, Philippe and Steven Durlauf, eds., *Handbook of Economic Growth*, vol. 1, chapter 1: 865-934.
- Levine, Ross and Sara Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review* 88: 537-58.

- Lindgren, Ragnar and Anders Westlund (1990), "How did the transaction costs on the Stockholm Stock Exchange influence trading volume and price volatility?", *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review* 2: 30-35.
- Linton, Oliver and Michael O'Hara (2011), "The Impact of Computer Trading on Liquidity, Price Efficiency/discovery and transaction costs", in: *The Future of Computer Trading in Financial Markets*, rapport från Foresight, UK Government office for Science.
- Matheson, Thornton (2011), "Taxing Financial Transactions: Issues and Evidence", IMF working paper no. WP/11/54.
- Oxera (2007), "The effectiveness of Keynes-Tobin transaction taxes when heterogeneous agents can trade in different markets: A behavioral finance approach", report to ABI, City of London, IMA and London Stock Exchange.
- Pellizzari, Paolo and Frank Westerhoff (2009), "Some effects of transaction taxes under different microstructures", *Journal of Economic Behavior and Organization* 72: 850-863.
- Pollin, Robert, Dean Baker and Marc Schaberg (2001), "Securities Transaction Taxes for U.S. Financial Markets", University of Massachusetts, Political Economy Research Institute working paper no. 20.
- Rioja, Felix and Neven Valev (2004), "Does one size fit all? A reexamination of the finance and growth relationship", *Journal of Development Economics* 74: 429-447.
- Schmidt, Rodney (2007), "The Currency Transaction Tax: Rate and Revenue Estimates", Ottawa: North-South Institute.
- Schulmeister, Stephan, Margit Schratzenstaller and Oliver Picek (2008), "A General Financial Transaction Tax: Motives, Revenues, Feasibility and Effects", Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung working paper.
- Shiller, Robert J. (1981), "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?", *American Economic Review* 71: 421-436.
- Spratt, Stephen (2006), "A Sterling Solution: Implementing a Stamp Duty on Sterling to Finance International Development", Stamp Out Poverty (London).
- Subrahmanyam, Avanidhar (1998), "Transaction Taxes and Financial Market Equilibrium", *Journal of Business* 71: 81-117.
- Summers, Lawrence H. and Victoria P. Summers (1989), "When Financial Markets Work Too Well: A Cautious Case For a Securities Transactions Tax", *Journal of Financial Services Research* 3: 261-286.
- Suvanto, Antti (2001), "Tobinskatten – fel medicin", *Ekonomisk Debatt*, nr 6: 397-407.
- Tobin, James (1984), "On the efficiency of the financial system", *Lloyds Bank Review* 153: 1-15.
- Umlauf, Steven R. (1993), "Transaction Taxes and the Behavior of the Swedish Stock Market", *Journal of Financial Economics* 33:227-240.
- Wrobel, Marion G. (1996), "Financial Transaction Taxes: The International Experience and the Lesson for Canada", Government of Canada.
- Zigrand, Jean-Pierre, Dave Cliff and Terrence Hendershott (2011), "Financial Stability and Computer Based Trading", in: *The Future of Computer Trading in Financial Markets*, rapport från Foresight, UK Government office for Science.