



Formuesskatt på unoterte aksjer

*En analyse av ulikheter i verdsettelsesgrunnlaget til
børsnoterte og unoterte aksjer*

Maria Nyrud Gobel og Thea Hestdal

Veileder: Jarle Møen

Masterutredning i økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Vi ønsker i denne masterutredningen å bidra til den pågående debatten om formuesskattens ulike verdsettelsesregler for fastsettelse av formue. Gjennom empirisk analyse studerer vi verdsettelsesgrunnlaget for aksjer i unoterte og børsnoterte selskaper. Dette beregnes etter henholdsvis sær- og hovedregelen. I utredningen studerer vi 133 selskaper registrert på OTC-listen. Disse selskapene er blant de mest omsatte unoterte selskapene i Norge. I tillegg til å få fastsatt ligningsmessig formuesverdi som unotert aksjeselskap, har de også en offentlig markedsverdi. De er dermed svært aktuelle å studere i lys av formuesskatten, til tross for at de utgjør en liten del av unoterte selskaper.

Vår analyse viser at aksjer i selskaper verdsatt etter særregelen har en gjennomsnittlig verdsettelsesrabatt på 68,1 %. Videre finner vi at verdsettelsesrabatten øker med blant annet gjeld, alder og noen typer eiendeler. Dette er typisk eiendeler som verdsettes til lavere enn omsetningsverdien, som eiendom og immaterielle eiendeler. På den andre siden finner vi at eiendeler som verdsettes til omsetningsverdi, som bankinnskudd og markedsbaserte investeringer, har negativ sammenheng med verdsettelsesrabatten.

Videre analyserer vi 61 selskaper som nylig har blitt børsnotert i løpet av perioden. Vi finner gjennom tilsvarende analyser at verdsettelsesrabatten for aksjer i nylig børsnoterte selskaper ville vært 91,4 % dersom selskapene i stedet var verdsatt etter særregelen. Med dette kan vi derfor fastslå at de ulike verdsettelsesreglene gir svært forskjellig skattegrunnlag. Aksjer i unoterte selskaper favoriseres i stor grad sammenlignet med aksjer i børsnoterte selskaper ved formuesskatteligningen.

Av OTC-selskapene er det 22 selskaper som børsnoteres i perioden. Gjennom vår analyse av disse selskapene finner vi at størrelsen på verdsettelsesrabatten ikke ser ut til å påvirke beslutningen om børsnotering. Med tanke på den store verdsettelsesrabatten, er dette resultatet noe overraskende. Det må altså være noen andre fordeler ved børsnotering, som for eksempel lettere kapitaltilgang, som veier opp for den betydelig høyere formuesskatten. Vår analyse viser dermed at det ikke er grunnlag for å hevde at formuesskatten påvirker insentiver til å gå på børs.

Forord

Denne utredningen er gjennomført som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH), og utgjør 30 studiepoeng av våre hovedprofiler i økonomisk styring. Utredningen er skrevet med stipend fra Norsk senter for skatteforskning (NoCet) og Skatteetaten.

Valget av tema for oppgaven kom av økt interesse for skatt etter fagene ”Taxes and Business Strategy” og ”Personlig økonomi”, og et ønske om å anvende empirisk analyse i utredningen. Formuesskatt er omdiskutert i Norge, men debatten er til dels preget av meninger og synsing. Vi opplever derfor at det er behov for økt forskning, og håper med dette at vi kan bidra med et empirisk tilskudd til debatten.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder, professor Jarle Møen, som har vist stor interesse og engasjement for vår oppgave, og som alltid har gitt raske tilbakemeldinger. I tillegg vil vi takke Skatteetaten for tilgang til data, stipend og en hyggelig lunsj. Videre vil vi takke vitenskapelig assistent Johannes Krokeide Kolberg for uthenting av data og opplæring i NHHs børsdatabase. Vi vil også takke Verdipapirforetakenes Forbund, ved fagdirektør Per Broch Mathisen, for uthenting av sluttkurser fra OTC-listen.

Avslutningsvis ønsker vi å takke våre forelesere, medstudenter og alle som har bidratt til fem fine og lærerike år ved NHH.

Bergen, desember 2015

Maria Nyrud Gobel

Thea Hestdal

Innholdsfortegnelse

1. Innledning	6
1.1 <i>Motivasjon</i>	6
1.2 <i>Problemstilling</i>	7
1.3 <i>Formål</i>	7
1.4 <i>Struktur og oppbygging</i>	8
2. Teori om skatt og skattesystemer	9
2.1 <i>Skatt</i>	9
2.2 <i>Skattesystemer</i>	9
2.3 <i>Det norske skattesystemet</i>	11
3. Formuesskatt	13
3.1 <i>Den norske formuesskatten</i>	13
3.1.1 Formuesskattens gjeldende regler	13
3.1.2 Verdsettelsesregler	14
3.1.3 Utviklingen i formuesskatten	17
3.1.4 Formuesskattens skattepolitiske grunnlag	18
3.1.5 Debatten om formuesskatt	19
3.2 <i>Formuesskatt på unoterte aksjer</i>	22
3.2.1 Gjeldende verdsettelsesregler for unoterte aksjer	22
3.2.2 Utviklingen i formuesskattens verdsettelsesgrunnlag på unoterte aksjer	23
3.2.3 Virkninger av verdsettelsesreglene for unoterte aksjer	24
4. Data	28
4.1 <i>Datasett</i>	28
4.1.1 OTC-listen	29
4.2 <i>Rensing av datasett</i>	31
4.3 <i>Databehandling</i>	31
4.3.1 Verdsettelsestidspunkt	31
4.3.2 Næringsklassifisering	32
4.3.3 Ligningsverdi	32
4.3.4 Inflasjonsjusteringer	33
5. Analyse	34
5.1 <i>Oversikt over populasjonen</i>	34
5.2 <i>Hvor stor er verdsettelsesrabatten for unoterte selskaper?</i>	42
5.2.1 Effekten av ulikt verdsettelsestidspunkt	46

5.3	<i>Hva kjennetegner selskaper med høy verdsettelsesrabatt?</i>	49
5.3.1	Regresjonsanalyse	49
5.3.2	Forskjell mellom selskaper med høy og lav verdsettelsesrabatt	57
5.3.3	Selskaper med svært høy verdsettelsesrabatt og selskaper med høyere ligningsverdi enn markedsverdi	60
5.4	<i>Påvirker verdsettelsesreglene insentiver til å gå på børs?</i>	64
5.4.1	Børsnoterte selskaper	65
5.4.2	Ligningsverdi og markedsverdi for børsnoterte selskaper	70
5.4.3	Selskaper som går fra OTC til Oslo Børs	75
6.	Avslutning	84
6.1	<i>Konklusjon</i>	84
6.2	<i>Forslag til videre forskning</i>	85
6.3	<i>Svakheter med oppgaven</i>	85
7.	Litteraturliste	86
8.	Appendiks	90
8.1	<i>Appendiks A: Balanse fra Næringsoppgave 2</i>	90
8.2	<i>Appendiks B: Robustssjekk differanse</i>	91
8.3	<i>Appendiks C: Do-fil</i>	93

1. Innledning

1.1 Motivasjon

Formuesskatten i Norge er et omdiskutert tema, både hos politikere og akademikere, i næringslivet og blant den norske befolkningen for øvrig. En av årsakene til diskusjonen er hvorvidt formuesskatten strider mot effektivitets- og rettferdighetsprinsippet. Dette kommer blant annet av vanskelighetene med verdsettelse av ulike formuesobjekter. Slik reglene er i dag verdsettes børsnoterte og unoterte aksjer på ulik måte når formuesskatt skal beregnes. Skattegrunnlaget for de børsnoterte baseres på årets markedsverdier, mens for de unoterte baseres det på fjorårets ligningsverdier. Det antas at det ikke er systematisk sammenheng mellom disse verdiene, og at ligningsverdiene vil være vesentlig lavere enn markedsverdiene. Konsekvensen kan derfor bli uønskede vridningseffekter. Flere skatteutvalg påpeker derfor at et samfunnsøkonomisk effektivt skattesystem krever at skatteverdiene verdsettes til markedsverdi. Det er imidlertid vanskelig å anslå markedsverdien for samtlige formuesobjekter, deriblant unoterte aksjer.

Et annet aspekt er at forskjellen i verdigrunnlag kan gjøre det mindre attraktivt for selskaper å gå på børs. Ikke alle selskaper bør børsnoteres, men her er det snakk om skattemessige hindringer. Scheel-utvalget omtaler dette kort: ”Verdsettingsprinsippene i formuesskatten bidrar dermed isolert sett til å favorisere virksomhet som drives gjennom et ikke-børsnotert aksjeselskap, sammenlignet med om virksomheten ble drevet gjennom et børsnotert aksjeselskap. En effekt av dette er at formuesskatten svekker incentivet til å børsnotere et selskap”.

På bakgrunn av debatten ønsker vi å undersøke forskjellen i skattegrunnlaget for formuesskatt til aksjer i børsnoterte og unoterte selskaper. Vi vil også undersøke om det er andre forhold som karakteriserer bedrifter der verdsettelsesreglene gir svært ulikt formuesskattegrunnlag.

1.2 Problemstilling

I denne masterutredningen ønsker vi å ta for oss formuesskattegrunnlaget for aksjer i unoterte selskaper, og vi har utarbeidet følgende problemstillinger:

1. *Hvor stor er verdsettelsesrabatten for unoterte selskaper?*
2. *Hva kjennetegner selskaper med høy verdsettelsesrabatt?*
3. *Påvirker verdsettelsesreglene insentiver til å gå på børs?*

For å svare på første problemstilling tar vi utgangspunkt i unoterte selskaper registret på OTC (Over The Counter) –listen¹. Vanskeligheten med unoterte selskaper er at aksjene deres ikke handles offentlig, og selskapene derfor ikke har en offentlig markedsverdi på samme måte som børsnoterte selskaper. Med OTC-listen har vi imidlertid identifisert et tilfelle der vi har både en offentlig markedsverdi og en ligningsverdi oppgitt i selvangivelse for aksjeselskap (RF-1028). For å finne verdsettelsesrabatten sammenligner vi markedsverdien etter hovedregelen med ligningsverdi etter særregelen.

Videre bruker vi data fra OTC-selskapene til å besvare vår andre problemstilling, der vi ønsker å kartlegge hva som kjennetegner selskaper med en større verdsettelsesrabatt enn andre. For å svare på vår tredje problemstilling tar vi utgangspunkt i OTC-selskaper som børsnoteres, og sammenligner med OTC-selskaper som ikke børsnoteres. Her undersøker vi om store forskjeller i verdsettelsesgrunnlaget kan sies å påvirke insentiver til å gå på børs.

1.3 Formål

Formålet med vår oppgave er å gi et objektivt bidrag til debatten om formuesskatt når det gjelder forskjellen i verdsettelsesgrunnlaget til børsnoterte og unoterte aksjer. Vi ønsker å gi et bilde av hvor stor denne forskjellen er. Videre vil vi belyse hvilke selskaper som typisk har en stor verdsettelsesrabatt, og vi vil trekke frem vridningseffekter verdsettelsesmetoden kan gi. Ved bruk av faktiske lignings- og regnskapstall hentet fra Skatteetaten, sluttkurser fra OTC-listen, samt børskurser hentet fra NHHs børsdatabase, vil vi analysere de omdiskuterte ulikhetene i formuesskattens verdsettelsesregler.

¹ OTC-listen beskrives i delkapittel 4.1.1

1.4 Struktur og oppbygging

Oppgaven er delt inn i åtte kapitler. Kapittel 2 omhandler teori omkring skatt og det norske skattesystemet. Kapittel 3 omhandler teori omkring formuesskatten der det legges særlig vekt på verdsettelsesreglene for unoterte aksjer. I kapittel 4 presenteres utarbeidet datasett, og kapittel 5 omfatter empirisk analyse og resultater. Konklusjon, svakheter ved utredningen og anbefalinger til videre forskning presenteres i kapittel 6. Kapittel 7 og 8 viser henholdsvis litteraturliste og appendiks.

2. Teori om skatt og skattesystemer

I dette kapittelet presenteres grunnleggende teori om skatt og skattesystemer. Deretter fokuseres det på det norske skattesystemet.

2.1 Skatt

Store norske leksikon (2014) definerer skatt som økonomiske ytelser som stat og kommune pålegger borgerne uten at disse får direkte motytelser. Skatter eksisterer først og fremst for å skaffe økonomisk rom for offentlig forbruk og investering, samt tilbakebetalinger til den private sektor (Zimmer, 1997). Skatter utformes også for å påvirke inntekts- og formuesfordelingen mellom personer (NOU 2014:13).

Det er imidlertid få skatter som ikke fører til demping på verdiskapningen (NOU 2014:13). For å fremme verdiskapning er det viktig å ha et skattesystem som i størst mulig grad bygger opp under effektiv ressursbruk.

2.2 Skattesystemer

Hovedformålet med skattesystemet er å bidra til fellesskapets inntekter (NOU 2014:13). Valg av skattesystem vil imidlertid påvirke forbrukernes tilpasning i samfunnet, eksempelvis gjennom spare- og investeringsbeslutninger, eller villighet til å arbeide. Den økonomiske vekstevnen til et land vil derfor stimuleres av sammensetningen av ulike skatter og satser i landets skattesystem. Dette gjør at det er utfordrende og komplisert å utforme et skattesystem som motvirker uønskede vridninger i økonomien, samtidig som systemet generer tilstrekkelig skatteinntekter.

På bakgrunn av grunnleggende økonomiske prinsipper er det mulig å trekke opp enkelte retningslinjer for hvordan et skattesystem bør utformes (NOU 2014:13). For å skape mer effektiv ressursbruk, kan man gi insentiver ved å benytte markedskorrigerende skatter, som miljøavgifter. I tillegg benyttes nøytrale skatter som ikke påvirker valgene til forbrukerne. Det er relativt få eksempler på fullstendig nøytrale skatter (NOU 2007:8). Skatt på grunnrente ved utnytting av knappe ressurser, som for eksempel vannkraft og petroleum, kan imidlertid virke som nøytrale skatter dersom de er korrekt utformet. Til slutt, for å oppnå ønsket skattenivå og fordeling i samfunnet, brukes vridende skatter. I de fleste tilfellene

leder den endrede tilpasningen til et samfunnsøkonomisk tap ved at prisene ikke lenger avspeiler de samfunnsøkonomiske kostnadene. Et eksempel på dette er lønnsinntekt. Slik skatt skaper et avvik mellom det arbeidsgiver må betale i lønnsutgifter og de reelle inntektene som arbeidstakerne mottar. Dette kan lede til et samfunnsøkonomisk tap ved at sysselsettingen blir lavere enn det den ville blitt uten skatter.

Et godt utformet skattesystem bør fremme effektivitets- og rettferdighetsprinsippet (Zimmer, 1997). Prinsippet om effektivitet handler om effektiv ressursbruk, og dermed minimering av effektivitetstap i et samfunnsøkonomisk perspektiv. I prinsippet om rettferdighet skiller skattelitteraturen mellom vertikal og horisontal likhet (NOU 2014:13). Med vertikal likhet menes det ofte progressiv beskatning av inntekt, slik at skattytere med høyere inntekt skal betale en forholdsmessig større andel av inntekten i skatt. Med horisontal likhet menes at økonomisk sett like individer bør skattlegges likt.

For å oppnå et effektivt og forutsigbart skattesystem er det særlig tre sentrale prinsipper som bør vektlegges, ifølge Zimmer (1997). Enkelhetsprinsippet tilsier at de administrative kostnadene ved beskatning bør minimeres, og at det skal være enkelt for skattyter å forstå. Symmetriprinsippet sikter til at inntekter og utgifter av samme art bør behandles på en skattemessig lik måte. For eksempel bør derfor renteutgifter og renteinntekter behandles likt. Nøytralitetsprinsippet tilsier en nøytral beskatning slik at skattene i minst mulig grad påvirker valg av investeringsobjekt eller økonomisk atferd (NOU 2014:13).

Et skattesystem vil bestå av mange ulike skatter, en vanlig inndeling er å skille mellom direkte og indirekte skatter (Zimmer, 1997). Direkte skatter rammer det subjektet som ilegges skatten. Eksempler på direkte skatter er inntektsskatt og formuesskatt. Ved indirekte skatter skattlegges personer i forhold til deres forbruk, bestemte handlinger eller liknende. Eksempler på indirekte skatter er toll, forbruks- og merverdiavgiften. En annen inndeling av skattene går mellom subjekt- og objektskatter (NOU 1999:7). Når det gjelder subjektskatt avpasses skatten etter skattesubjekts evne til å bære den, eksempelvis inntekts- og formuesskatt. Dette er ulikt fra objektskatter, der det beregnes skatt av hver enkel eiendel isolert sett. Ved objektskatter rettes kostnaden direkte mot skatteobjektet, uavhengig av dens evne til å bære den. Eiendomsskatt er et eksempel på objektskatt som utskrives på grunnlag av bruttoverdien av fast eiendom.

Et skattesystem kan karakteriseres som progressivt eller regressivt. Skatt er progressiv når skattebeløpet, i prosent, øker mer enn skattegrunnlaget (Progressiv skatt, 2015). Progressiv skatt fører derfor til at skatteprosenten er høyere for personer med høy inntekt i forhold til personer med lav inntekt. Dersom inntektsskattesatsen i et skattesystem minker i takt med at inntekten øker, kalles skatten regressiv. Flat skatt vil si at alle betaler samme andel av inntekt i skatt uavhengig av størrelse på inntekt, og det innebærer at marginalsatt alltid er lik gjennomsnittsskatten (Civita, 2009). Marginalsatt angir den skattesatsen som gjelder for den siste inntektsenheten man tjener, mens gjennomsnittsskattesatsen er gitt ved forhold mellom betalt skatt og skattbar inntekt.

Viktigheten av et godt skattesystem i et land forsterkes i takt med den økende globaliseringen (NOU 2014:13). Den økte globaliseringen har gjort kapital og investeringer mer mobile over landegrenser. Fra et skatteperspektiv har mobiliteten ført til at bedrifter flytter virksomhet og profitt for å minimere sin skattekostnad. Skattesystemet i et land bør derfor utformes i et globalt perspektiv for å opprettholde sin attraktivitet.

2.3 Det norske skattesystemet

Skattesystemet i Norge reguleres i henhold til ”Lov om skatt og formue og inntekt (Skatteloven) av 26. mars 1999 nr. 14” gjeldende fra 1. januar 2000. Skatteloven regulerer skatteplikten for fysiske og juridiske personer i Norge. Loven omfatter skatter til stat, fylkeskommune og kommune.

Norge er i stor grad avhengig av betydelige skatteinntekter for å finansiere offentlige utgifter, blant annet knyttet til velferdsstaten (NOU 2014:13). De samlede skatte- og avgiftsinntektene er anslått til 1 245 milliarder kroner i 2013. Dette tilsvarer over 40 % av samlet BNP, og utgjør det viktigste grunnlaget for å finansiere velferdsgodene (Meld. St. 12 , 2012-2013). Regjeringens mål for skattepolitikken er å sikre skatteinntekter effektivt, bidra til rettferdig fordeling, fremme sysselsettingen i hele landet og bedre økonomiens virkemåte (Prop.1LS (2013-2014)).

Skattesystemet har siden skattereformen i 1992 bygget på prinsippene om brede skattegrunnlag, lave satser og symmetrisk behandling av inntekter og utgifter (Meld. St. 12 , 2012-2013). Brede skattegrunnlag er det beste utgangspunktet for å sikre høye

skatteinntekter til lavest mulig kostnader for samfunnet. Det fører også til likere behandling av ulike skattytere og virksomheter, og dermed en bedre fordeling i samfunnet. Lave skattesatser reduserer isolert sett avviket mellom samfunnsøkonomisk og privatøkonomisk lønnsomhet av ulike disposisjoner, og reduserer motivene for skatteomgåelser og lønnsomheten av skatteplanlegging. Symmetrisk behandling av inntekter og utgifter tilsier at skattesatsen er den samme uansett utfall av investeringen (NOU 2014:13).

Norge har et dualt skattesystem (NOU 1999:7). Det innebærer at det norske skattesystemet har flat skatt på kapital og progressiv skatt på arbeidsinntekt. I dag blir personlige skattytere skattlagt 27 % på personlig inntekt, der eventuell toppskatt på henholdsvis 9 % og 12 % påløper på overskytende beløp over et viss bunnfradrag (Skatteetaten, 2015). En persons nettoformue avgjør hvorvidt skattyter må betale formuesskatt, og 0,85 % av nettoformuen som overstiger et bunnfradrag på 1,2 millioner skal betales til stat og kommune. Når det gjelder eiendomsskatt kan den enkelte kommune selv bestemme om de skal operere med dette, og har da stor fleksibilitet i utformingen. Dersom en eiendomsskatt ilegges, skal den ligge mellom to og syv promille av takstgrunnlaget. Videre er både privat og offentlig sektor pliktige til å betale arbeidsgiveravgift, som maksimalt kan utgjøre 14,1 %.

3. Formuesskatt

Formålet med dette kapittelet er å gi en innføring i formuesskatten i Norge. Innledningsvis presenteres en teoretisk gjennomgang av skatten. Vi legger vekt på virkninger av formuesskatten og årsaker til debatten om formuesskatt. For å belyse bakgrunnen for vår analyse går vi grundig gjennom verdsettelsesreglene for unoterte selskaper og hvilke virkninger disse forårsaker.

3.1 Den norske formuesskatten

I et internasjonalt perspektiv omtales ofte formuesskatten som særnorsk da Norge er et av få land som fremdeles har formuesskatt. De siste 20 årene har formuesskatten systematisk blitt avvirket i de fleste OECD-land, og i Europa generelt, med den begrunnelse at formuesskatten er en belastning for forretningsdrivende og investorer (Edson, 2012).

Både historisk, lovteknisk og rettspolitisk er formuesskatten nært knyttet til inntektsskatten (Zimmer, 2012). Imidlertid er formuesskatten mindre behandlet i litteraturen enn inntektsskatten, og den har aldri blitt grunnleggende revidert, slik som inntektsskatten. En sentral forskjell mellom inntektsskatt og formuesskatt er at inntektsskatt måler inntekten over en *tidsperiode*, mens formuesskatten måler formuen på et bestemt *tidspunkt*.

På samme måte som inntektsskatt er formuesskatt en type subjektsskatt² (NOU 1996:20).

"Plikt til å svare skatt har enhver person som er bosatt i rike" sier skatteloven kapittel 2 §2-1 første ledd. Denne delen av skatteloven regulerer formuesskattens skattesubjekter.

Aksjeselskap og allmennaksjeselskap er fritatt for skatt på formue. Skattytere uten eiere har imidlertid formuesskatteplikt. Dette gjelder blant annet sparebanker, stiftelser og foreninger. Formuesskatten er en skatt som "skal avpasses skattesubjektets nærmere forhold", det innebærer at det tas hensyn til alle eiendeler til skattesubjektet når skatten beregnes (NOU 1996:20).

3.1.1 Formuesskattens gjeldende regler

Formuesskatt betales både til stat og kommune (Skatteetaten, 2015). Formuesskattesatser og bunnfradrag gjeldende fra 1. januar 2015 oppsummeres i tabellen under.

² For definisjon se avsnitt 2.2 Skattesystemer

Formuesskatt til kommunen

Skatteklasser	Formue	Sats
Skatteklasser 0	0 kr og over	0,7 %
Skatteklasser 1 og 2	0 – 1 200 000 kr	0,0 %
Skatteklasser 1 og 2	1 200 000 kr	0,7 %

Formuesskatt til staten

Skatteklasser	Formue	Sats
Skatteklasser 0, 1 og 2	0 - 1 200 000 kr	0 %
Skatteklasser 0, 1 og 2	1 200 000 kr og over	0,15 %

3.1.2 Verdsettelsesregler

Hovedregelen for beregningsgrunnlaget for formuesskatt er at skattepliktig formue verdsettes til ”Omsetningsverdien pr. 1. januar i ligningsåret av skattyterens eiendeler med økonomisk verdi, med fradrag for gjeld som skattyteren hefter for” (Skatteloven).

Formuesskatt er altså en nettoskatt, der skattyters gjeld ved utgangen av inntektsåret er fradragsberettiget. Omsetningsverdi er den pris som kan oppnås ved salg i et fritt marked, altså markedsverdien. Det er imidlertid ikke alle eiendeler som verdsettes til markedsverdien. Skatteloven §4-10 til 4-18 har en rekke presiseringer og unntak fra hovedregelen for visse formuesobjekter. Med utgangspunkt i unntakene og balanseoppstillingen³ vil vi ta for oss verdsettelsesregler for de eiendelsgruppene som er mest relevante for vår analyse.

Immaterielle eiendeler

Ved fastsettelse av skattepliktig formue unntas immaterielle eiendeler (Skatteloven). Det er ofte krevende å verdsette immaterielle eiendeler (NOU 2014:13). Det vil være vanskelig å finne gode prinsipper og modeller for å verdsette slike objekter uten en individuell verdsetting. Ervervet goodwill er imidlertid fritatt for formuesbeskatning selv om det her foreligger en saldooverdi. Disse unntakene kan i praksis gi store utslag, eksempelvis for IKT⁴-foretak der immaterielle eiendeler kan utgjøre en vesentlig del av eiendelene.

³ Se Appendiks A: Balanse fra Næringsoppgave 2

⁴ Informasjons- og kommunikasjonsteknologi

Fast eiendom

Verdsettingen av fast eiendom har blitt forenklet de siste årene (NOU 2014:13). I 2009 og 2010 ble det innført et sjablongbasert verdsettelsessystem for henholdsvis næringseiendom og bolig. Dette har ført til en sterkere sammenheng mellom ligningsverdi og markedsverdi uten å påføre skattytere og skattemyndigheter betydelige administrative kostnader.

Ligningsverdiene er imidlertid fortsatt lavere enn de beregnede markedsverdiene. Standard fremgangsmåte for beregning av verdien til boligeiendom baseres på boligens areal og kvadratmetersats som fastsettes av Skattedirektoratet og Statistisk sentralbyrå (Skatteloven). Ligningsverdiene av primærbolig og sekundærbolig er for 2015 satt til henholdsvis 25 % og 70 % av beregnet markedsverdi (Lignings-ABC, 2015). Annen fast eiendom, som fritidseiendom og eiendom i utlandet, baserer seg på kostpris og generelle justeringer. Skattyter kan imidlertid kreve reduksjon i ligningsverdien dersom den overstiger 30 % og 84 % av markedsverdi for henholdsvis primærbolig og sekundærbolig. For ubebygde tomter varierer verdsettingen betydelig, men ligger normalt godt under markedsverdi. Verdien av næringseiendom settes til 70 % av eiendommens beregnede utleieverdi.

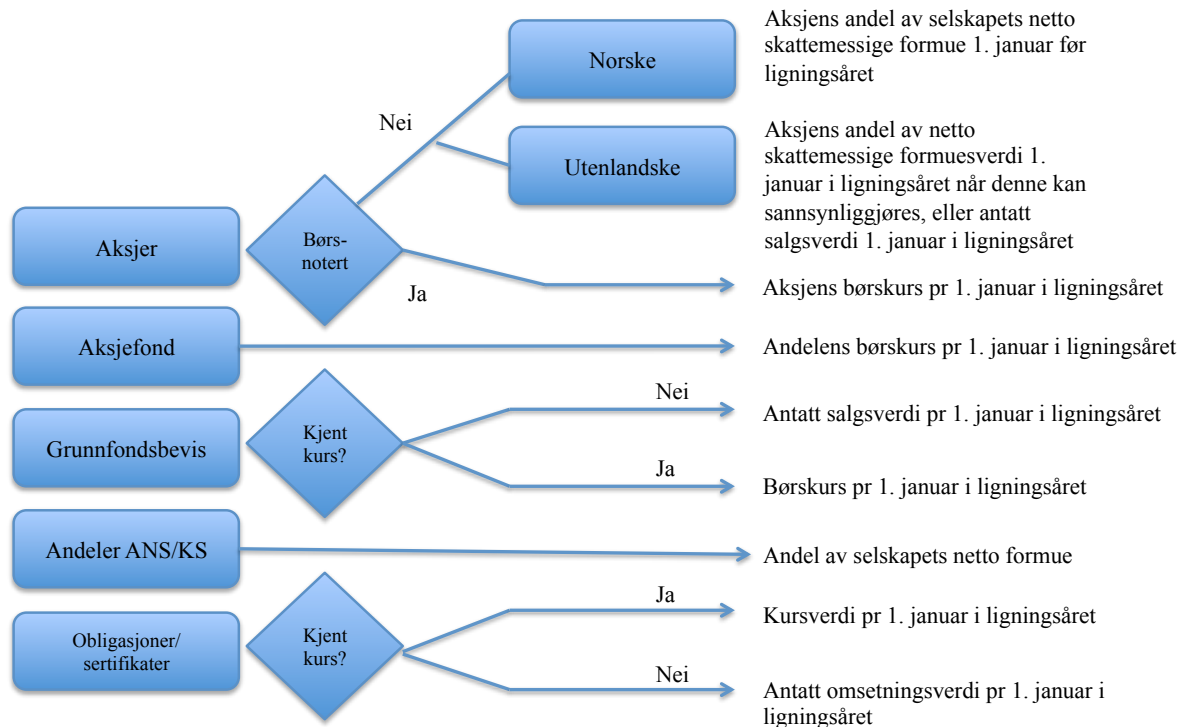
Driftsløsøre

Løsøre er alle gjenstander som ikke er fast eiendom. I Skatteloven §4-20 presiseres det at løsøre, unntatt motorkjøretøy og lystfartøy, medregnes bare med den del av samlet verdi som overstiger 100 000 kroner. Formuesverdien av personbiler fastsettes etter en skala som tar utgangspunkt i bilens opprinnelige pris da bilen var ny (Skattedirektoratet, 2014). Hvor stor prosentsatsen er av opprinnelig listepreis avhenger av hvor gammel bilen er, og representerer derfor en saldoavskrivning. Motorsykel, moped og campingvogn behandles på samme måte. Det er tilsvarende formueskatteberegning for maskiner og kontormaskiner, men med andre prosentsatser. Båt med antatt salgsverdi på 50 000 kroner eller høyere, regnes som lystfartøy. Salgsverdien kan i utgangspunktet settes til 75 % av forsikringssummen. Dersom båten ikke er forsikret, settes verdien til antatt salgsverdi.

Finansielle anleggsmidler

Figuren under oppsummerer verdsettelsesreglene for finansielle investeringer (KPMG, 2015). Med unntak av ikke-børsnoterte aksjer fastsettes alt 1. januar i ligningsåret. Hva som skal legges til grunn for verdsettelsen av formuesverdi avhenger primært av om kursen er kjent eller ikke. Lån til foretak i samme konsern eller tilknyttede selskaper har ingen spesiell verdsettelsesregel, og verdsettes følgelig til regnskapsmessig verdi.

Figur 3.1: Verdssettelse av finansielle eiendeler (KPMG, 2015).



Varelager

Et selskaps formue i beholdning av råstoffer og varer, settes til den verdi som legges til grunn ved inntektsligningen. Reglene blir beskrevet i Skatteloven §14-5. Dette gjelder selv om formuesverdien derved kommer over reell omsetningsverdi (Lignings-ABC, 2015).

Formuesverdien av arbeid under utførelse til eget bruk settes normalt til investert beløp. Det er imidlertid verdt å presisere at det kan variere noe med type eiendel. For eksempel er det for skog egne verdsettelsesregler, og for oppdrettsfisk er det skattemessige verdier som skal føres opp (KPMG, 2015).

Fordringer

Fordringer verdsettes til regnskapsmessig verdi (KPMG, 2015). Sikre fordringer settes til pålydende, inklusiv eventuell merverdiavgift, uansett renteavkastning og uavhengig av når de forfaller (Lignings-ABC, 2015). Usikre fordringer reduseres skjønnsmessig ved beregningen av formue, selv om fordringen ikke kan nedskrives med virkning for inntektsligningen.

Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd

Som tidligere beskrevet vil investeringer som er markedsbaserte verdsettes ut ifra om det er kjent kurs, se figur (KPMG, 2015), og er derfor verdsatt etter hovedregelen. I skatteloven §4-15 står det at bankinnskudd, kontanter og andre likvide midler skal verdsettes til pålydende.

Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler

Vi refererer igjen til figur 3.1 (KPMG, 2015). Ikke-børsnoterte aksjer verdsettes i henhold til skatteloven §4-12 annet ledd, på bakgrunn av ”aksjeselskapets samlede skattemessige formuesverdi 1. januar året før ligningsåret fordelt etter pålydende”. Vi går nærmere inn på verdsettelse av unoterte aksjer under 3.2 ”Formuesskatt på unoterte aksjer”.

3.1.3 Utviklingen i formuesskatten

I likhet med satser for alle andre skatter vedtar Stortinget satsene for formuesskatten for ett år av gangen gjennom de årlige skattevedtakene (Zimmer, 2009). Stortinget må dermed hvert år ta stilling til i hvilken grad det er ønskelig å foreta endringer i formuesskatten.

Kommunestyret fastsetter hvert år formuesskatteprosenten innen grenser som er angitt i loven eller i et stortingsvedtak (Skatt, 2014).

Tabell 3.1: Oversikt over skattesats og bunnfradrag i noen utvalgte år (Skatteetaten, 2015).

		2010	2012	2013	2014	2015
Kommune	Sats	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %	0,70 %
	Bunnfradrag	700 000	750 000	870 000	1 000 000	1 200 000
Stat	Sats	0,40 %	0,40 %	0,40 %	0,30 %	0,15 %
	Bunnfradrag	700 000	750 000	870 000	1 000 000	1 200 000

Som vi ser av tabellen har formuesskattesatsene blitt gradvis nedjustert samtidig som bunnfradraget har økt betraktelig de siste årene. Dersom man ser på utviklingen av formuesskattegrunnlaget over tid ser vi at regjeringen har gjort formuesskatten mer målrettet (Prop.1LS (2013-2014)). Grunnet økt bunnfradrag har andelen personer som betaler formuesskatt blitt omtrent halvert siden 2005, men de som betaler bidrar med mer per person. Dette fører til at formuesskatten spiller en stadig viktigere rolle i fordelingspolitikken.

Formuesskatten har blitt mye vurdert opp gjennom tiden. I 1989 anbefalte Hermansen-utvalget å fortsette med denne skatten for personer, med begrunnelsen økt fordeling og effektivt ressursbruk (NOU 1989:14). I 2003 ble det foretatt en ny vurdering som foreslo det motsatte; redusere og avvikle formuesskatten og erstatte den med økt skatt på bolig, med bakgrunn i økt kapitalmobilitet og sterkere skattekonkurranse mellom land (NOU 2003:9). Denne anbefalingen ble delvis gjennomført av Bondevik II-regjeringen, men de ville ikke sette dette opp mot økt skatt på bolig. I 2005 overtok Stoltenberg II-regjeringen som gikk tilbake på avviklingen av formuesskatten, og heller ville øke dens rolle i fordelingspolitikken.

I budsjettet for 2014 reduserte Regjeringen formuesskatten med 1,5 milliarder kroner, og har vært tydelig på at den skal videre ned (Prop.1LS (2014-2015)). En av grunnene som trekkes frem er at formuesskatten svekker insentivene til å spare. Med økt bunnfradrag og reduksjon i skattesatsen har det imidlertid blitt mer lønnsomt å spare. Slik reduksjon i formuesskatten kan i tillegg dempe de negative virkningene av at ulike formuesobjekter verdsettes forskjellig, slik at sparingen i større grad plasseres der avkastningen er høyest.

3.1.4 Formuesskattens skattepolitiske grunnlag

Som de fleste andre skatter har formuesskatten først og fremst en fiskal og en finanspolitisk begrunnelse; den skal bidra til finansiering av statlig og kommunal virksomhet (Aarbakke, 1998). I 2014 var provenyet⁵ fra formuesskatten på til sammen 14 milliarder kroner, hvilket tilsvarer om lag 1 % av de totale skatteinntektene i Norge (Meld. St. 1, 2015-2016). Til sammenligning var provenyet fra inntektsskatten på rundt 240 milliarder kroner i 2014 (NOU 2014:13).

Zimmer (2009) påpeker at den som besitter formue, uavhengig av hvilken inntekt formuen genererer, vil ha høyere skatteevne og være bedre stilt enn de som ikke har formue.

Formuesskatten er avgjørende for at også de med høye formuer betaler skatt etter evne (Prop.1LS (2013-2014)). Formuesskatten bidrar til økt vertikal likhet ved at det generelt er personer med de høyeste inntektene som betaler den største delen av formuesskatten (NOU 2014:13). De med høy samlet inntekt har særlig høye kapitalinntekter, blant annet fordi de

⁵ Proveny er inntekten til staten som kommer fra skatt

eier en stor del av den samlede aksjeformuen. Dersom Norge kun benyttet inntektsskatt, ville gjennomsnittsskatten falle for de med høyest bruttoinntekt. Uten formuesskatt ville derfor det norske skattesystemet vært regressivt⁶. Formuesskatten fungerer altså som et progressivt element i skattesystemet fordi den utgjør en større del av inntekten for høyinntektsgruppene, der det er høye kapitalinntekter, enn for andre grupper. Formuesskatten kan derfor sies å styrke den økonomiske fordelingen i Norge.

Et annet argument for formuesskatten, som påpekes av pensjonert NHH-professor Terje Hansen, er at den forhindrer at de som anses som superrike blir nullskattytere (Lyssand, 2009). Nullskattytere er personer som betaler lite eller ingenting i skatt i forhold til skatteevnen. Av de 500 rikeste i Norge er det mer enn 10 prosent som samtidig har null i skattepliktig inntekt (Sættem, Brekke, & Hotvedt, 2014). Derfor er formuesskatten et viktig verktøy for å forhindre at superrike blir nullskattytere. Dette argumentet forsterkes av at eksistensen av nullskattytere vil kunne være demotiverende, og derfor ødeleggende for den alminnelige skattemoralen.

Vi har nå tatt for oss den skattemessige begrunnelsen for eksistensen av formuesskatt. Med dette som bakgrunn, vil vi i neste delkapittel gjøre rede for argumenter for og imot formuesskatten.

3.1.5 Debatten om formuesskatt

Formuesskatten er ofte utsatt for debatt, og vi vil her trekke frem noen av hovedargumentene for og i mot. Debatten om formuesskatten er delt, og sidene representeres av henholdsvis høyre- og venstresiden i norsk politikk. Høyresiden ønsker en mindre regulert økonomi med lavere skatt og lavere offentlige utgifter. Venstresiden vektlegger økt omfordeling og rettferdighet i samfunnet. Det er få faktiske empiriske undersøkelser som har blitt gjennomført på effektene av formuesskatt. Debatten preges dermed mer av forventede virkninger enn beviste resultater.

Gjeldsfinansiering

Gjeld er verdsatt til full verdi, og skattepliktig formue kan dermed reduseres ved å gjeldsfinansiere investeringer i lavt verdsatte objekter (NOU 2014:13). På den måten kan

⁶ Skatten faller i prosent av inntekt når inntekten øker

formuesskatten sies å stimulere til gjeldsoppbygging ettersom man har full fradragrett for gjelden (Finanskomiteen, 2012). Det er rimelig å anta at personer med høy inntekt og formue har større mulighet til å ta opp gjeld. Dermed kan formuesskatten bidra til mer vertikal ulikhet enn det ville vært uten formuesskatt (NOU 2014:13).

Eierskap i norske bedrifter

Økonomien blir i stadig større grad påvirket av globaliseringen. Som følge av globaliseringen har kapital og investeringer blitt mer mobile. Tidligere president i Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO), Pål Christian Rieber, og nåværende NHO-president Tore Ulstein deler syn om at formuesskatten svekker norske bedrifters konkurranseevne i et internasjonalt perspektiv (Møen, 2014). Ulstein påpeker at den norske formuesskatten ”medfører at utenlandske oppkjøpere kan betale mer for en norsk bedrift enn norske investorer”. Nåværende statsminister, Erna Solberg (2014), hevder derfor at det bør oppmuntres til norsk privat eierskap og norskeide bedrifter. Dette er i midlertid ikke i samsvar med det professor Jarle Møen ved NHH presenterte i Dagens Næringsliv 08.08.2014. Møen påpeker at norske investorer ikke pådrar seg en ekstrakostnad ved å kjøpe norske bedrifter da dette er en kostnad som allerede påhviler de pengene som brukes til oppkjøpet (Slettebø, 2014). På den måten argumenterer Møen for at formuesskatten ikke har noen direkte effekt på bedriftens konkurranseevne, og heller ikke er grunnen til at utenlandske interessenter kan overby norske investorer ved oppkjøp. Disse argumentene forsterkes av at de fleste bedrifter i Norge er unoterte, og eierne vil derfor få en verdsettelsesrabatt⁷.

Sammenhengen mellom formuesskatt og vekst

Høyresiden, med Erna Solberg (2014) i spissen, argumenterer for at formuesskatten øker risikoen ved å investere i bedrifter, da skatten må betales uavhengig av bedriftens resultat. Dersom skattyter ikke har en løpende inntekt som kan dekke formuesskatten, må skattyter dermed i visse tilfeller tære på formuen, eksempelvis gjennom utbytte. NHO (2014) mener derfor det er åpenbart at formuesskatten svekker vekst, og rammer i hovedsak små og mellomstore bedrifter. For et bærekraftig Norge mener NHO derfor at formuesskatten bør avvikles. I samarbeid med konsulentselskapet Menon Business Economics gjennomførte NHO i 2012 en analyse av privat eierskap i Norge, og konkluderte med at formuesskatten

⁷ Dette forklares nærmere i kapittel 3.2.1

tapper norske selskaper for kapital (Menon, 2012). Resultatene ble imidlertid overprøvd i en masterutredning av Sakkestad og Skarsgaard i 2013. De endret forutsetningen om formuesposisjonen til eiere, nemlig til at alle som eier aksjer i Norge er i positiv formuesskatteposisjon (Sakkestad & Skarsgaard, 2013). Ved hjelp av empirisk analyse kom de frem til motsatt fall; at det ikke er grunnlag for å hevde at formuesskatten tapper selskaper for kapital.

Nyoppstartede bedrifter

Scheel-utvalget⁸ påpeker at risiko kan være med på å påvirke insentiver til gründere i beslutningsfase om å starte eller ikke starte (NOU 2014:13). Dersom vi antar at gründerens drivkraft er en fremtidig stor formue vil formuesskatten bety mye. Dersom en gründer mislykkes må gründeren selv dekke kostnadene. Hvis bedriften lykkes vil staten blant annet kreve inn formuesskatt. Risikomessig innebærer det at staten har en kjøpsopsjon på gründerbedrifter. Størrelsen på denne opsjonen vil være lik det samlede skattekravet til gründerbedriften, der formuesskatt er inkludert. Omtrent halvparten av nystartede norske aksjeselskaper er borte etter fem år, og 2/3 etter ti år (Statistisk sentralbyrå [SSB], 2014). Med en sannsynlighet på 30-50% for gevinst og 50-70% sjanse for å sitte igjen med alle utviklingskostnader, er risikoprofilen for en oppstartsbedrift asymmetrisk. Når vi i tillegg tar med formuesskatten som må trekkes fra eventuell gevinst, blir risikobildet enda mer asymmetrisk. Solberg (2014) mener derfor at formuesskatten bør reduseres for å legge til rette for nyskaping og økt entreprenørskap. Imidlertid påviste Finnevolden og Guldbrandsen (2015) i sin masterutredning at det ikke er grunnlag for å hevde at formuesskatt blant aksjonærene medfører økonomiske utfordringer for vekstbedrifter som følge av at formuesskatt må betjenes.

Ulik verdsettelse av formuesobjekter

Ifølge Scheel-utvalget har formuesskatten i dag en svært uheldig utforming fordi formuesobjekter verdsettes ulikt (NOU 2014:13). Motstandere av formuesskatten, som Villeman Vinje fra Civita (2011), poengterer at formuesskatten diskriminerer investeringer i bankinnskudd, obligasjoner og børsnoterte aksjer som verdsettes til markedsverdi. Formuesskatten favoriserer derimot investeringer i bolig, eiendom, innbo og unoterte aksjer med lav ligningsverdi. Den ulike verdsettelsen gjør at investeringer med lik avkastning før

⁸ Scheel-utvalget er et offentlig utvalg som skal vurdere selskapsbeskatningen i lys av den internasjonale utviklingen

skatt får ulik avkastning etter skatt. Ulik verdsettelse av formuesobjekter kan føre til en vridning av investeringene i produktiv verdiskapning til skattefaviserte plasseringsformer (Finanskomiteen, 2012). Avkastningen på vår samlede sparing ville vært høyere dersom en større andel av investeringene hadde vært foretatt der de kaster mest av seg, og ikke der de oppnår lavest skatteregning (Solberg, 2014). Per dags dato hevdes det at det overinvesteres i eiendom på bekostning av andre investeringer som ville gitt høyere samfunnsøkonomisk avkastning. Scheel-utvalget ønsker imidlertid ikke å fjerne formuesskatten, men vektlegger viktigheten av at verdsettingen må bli mer ensartet og få likere satser (NOU 2014:13).

3.2 Formuesskatt på unoterte aksjer

Med dette kapitlet tar vi for oss verdsettelsesreglene for formuesverdi for unoterte aksjer, hvordan de skiller seg fra børsnoterte aksjer, og hvilke effekter denne forskjellen kan gi. Avslutningsvis går vi gjennom hvilke effekter som utløser debatt.

3.2.1 Gjeldende verdsettelsesregler for unoterte aksjer

For unoterte aksjer er det særregler både med tanke på verdsettelsestidspunkt og –norm.

Verdsettelsestidspunkt

Unoterte aksjer verdsettes til aksjens forholdsmessige andel av aksjeselskapets eller allmennaksjeselskapets samlede skattemessige formuesverdi 1. januar året før ligningsåret (inntektsåret) fordelt etter pålydende (Skatteloven). Formuesskatt på aksjer i unoterte selskaper baseres altså på fjorårets ligningsverdier, det vil si fjorårets bokførte verdier justert for forskjeller mellom bedriftsøkonomiske og skattemessige verdivurderinger (Finansdepartementet, 2014a). Hovedårsaken til at formuesverdien verdsettes i inntektsåret og ikke ligningsåret er at det er komplisert og tar tid å verdsette unoterte aksjer (Zimmer, 2009). Dette gjelder spesielt for grupper av firmaer med krysseierskap eller lange eierskapskjeder. Videre vil det være unntak dersom selskapet gjennomfører endringer i aksjekapitalen. I skatteloven §4-13 annet ledd står det ”For aksjeselskap eller allmennaksjeskap hvor aksjekapitalen i året før ligningsåret er forhøyet eller satt ned ved innbetaling fra eller utbetaling til aksjonærene, legges verdien 1. januar i ligningsåret til grunn ved ligningen”.

Verdsettelsesnorm

Med hjemmel i skatteloven §4-12 fjerde ledd er det gitt forskriftsbestemmelser ved beregning av unoterte selskapers skattemessige formuesverdi. Skatteloven fastsetter med dette regler om bruttoformue, gjeld og verdsetting som skal brukes ved beregning av ligningsverdien. Det er særlig viktig å merke seg at selskapets immaterielle eiendeler ikke skal regnes med og at fast eiendom inngår i beregningen med sin (normalt lave) ligningsverdi. Dette kan slå ganske kraftig ut. Vi illustrerer med et eksempel.

Utgangspunktet er et unotert selskap som eier en fast eiendom med omsetningsverdi på 100, men ligningsverdi er 60. Goodwill er 50 og gjeld er 30. Selskapets samlede reelle verdier utgjør da $100 + 50 - 30 = 120$. Skattemessig verdi utgjør imidlertid $60 + 0 - 30 = 30$.

Eksempelet viser at ulike verdsettelsesregler kan gi store utslag for ligningsverdien.

Ulikheten i verdsettelsesreglene muliggjør skattemessige tilpasninger. Dersom gjelden i eksempelet hadde vært 60, ville de reelle verdiene vært 90 og skattemessig verdi vært null. Hadde gjelden vært enda høyere kunne skattemessig verdi i utgangspunktet blitt negativ.

Forskrift til utfylling og gjennomføring mv. av skatteloven av 26. mars 1999 nr. 14 §4-12-2 første ledd fastslår imidlertid at formuesverdiene på aksjene ikke kan settes lavere enn null. I og med at selskapet ikke selv er formueskattepliktig, er selskapets formuesverdi kun en hjelpetørrelse for å beregne skattyters skattemessige verdi av eide aksjer i selskapet (Zimmer, 2012).

3.2.2 Utviklingen i formuesskattens verdsettelsesgrunnlag på unoterte aksjer

Frem til 1981 ble omsetningsverdien til unoterte aksjer fastsatt ut ifra et skjønn som ikke var basert på nærmere retningslinjer i regelverket (Zimmer, 2009). Faktorer som kunne påvirke aksjeverdien skulle tas i betraktning. I perioden 1981-1991 skulle ligningsverdien settes til en prosentsats (som varierte noe over tid) av aksjeselskapets likvidasjonsverdi. Endringen ledet til at ligningsverdien ble enklere å anvende, men førte til en generelt lav verdsettelse. Skattereformen i 1991 hadde som ambisjon å bringe takstnivået opp mot omsetningsverdi. Reglene om omsetningsverdi ble vedtatt, men trådte aldri i kraft grunnet et politisk stemningsskifte. Det ble derimot vedtatt regler om at verdien av ikke-børsnoterte aksjer skulle settes til 30% (den såkalte "aksjerabatten") av aksjens andel av selskapets skattemessige verdier. Hovedbegrunnelsen var hensynet til familiebedrifter. Reglene frem til

i dag har vært basert på samme struktur. Prosentsatsen har imidlertid variert og er i dag 100 %, og det eksisterer derfor ingen aksjerabatt.

3.2.3 Virkninger av verdsettelsesreglene for unoterte aksjer

Som nevnt tidligere er det særlig unntaket for immaterielle eiendeler og fast eiendom som kan føre til store forskjeller i verdsettelse for unoterte og børsnoterte selskaper. For børsnoterte selskaper vil goodwill og andre unntatte verdier gjennomgående være reflektert i børskursen på aksjene. Dette fører til at unoterte aksjer som regel verdsettes lavere enn børsnoterte aksjer⁹. Som nevnt i delkapittel 2.2 er et grunnleggende synspunkt på skatt at det bør være mest mulig nøytralt. Dette gjelder også for beregningsgrunnlaget for formuesskatt (Zimmer, 2012). Dersom beskatningen ikke er nøytral, vil det lede til at skattereglene påvirker investeringsatferd (Finansdepartementet, 2014a). Ifølge Scheel-utvalget svikter dagens norske formuesskatt på dette punktet med tanke på ulikhetene i reglene for verdsettelse av børsnoterte og unoterte aksjer (NOU 2014:13). Det er verdt å nevne at det tidligere ikke har blitt gjennomført studier som viser de faktiske effektene. Vi ser imidlertid en tendens til at interessen har økt gjennom flere publiseringer fra fagmiljøet rundt skatt i Norge de siste årene. I det følgende vil vi gå inn på virkningene av ulikhetene i verdsettelsesreglene.

Insentiv til å investere i unoterte aksjer

Vi gjennomgår nedenfor to ulike syn på formuesskattens vridningseffekter på investering i børsnotert og unotert sektor.

Professorene ved Institutt for finans på NHH, Thore Johnsen og Terje Lensberg (2014), heretter J&L, påpeker at endringer i bokførte verdier ikke er korrelerte med avkastning på markedsporteføljer. Dette bekrefter også data for børsnoterte selskaper fra Oslo Børs. I artikkelen ”A note on the cost of collecting wealth taxes” tar J&L (2014) utgangspunkt i årlig data for markedspris og bokførte verdier fra børsnoterte selskaper i tidsperioden 1983 til 2013. I deres datasettet finner de at i gjennomsnitt utgjør bokførte verdier 52 % av markedsprisen. Her er det verdt å presisere at bokførte verdier ikke tilsvarer ligningsverdi for unoterte selskaper¹⁰. J&L antar at skattemessige bokførte verdier, altså ligningsverdien, utgjør 30 % av markedsprisen for unoterte selskaper. En slik ratio tilsvarer en

⁹ Se også kapittel 3.2.2 Verdsettelsesregler

¹⁰ Se delkapittel 3.2.1 for verdsettelsesregler for unoterte aksjer

verdsettelsesrabatt for unoterte selskaper på 70 %. J&L hevder videre at lave bokførte verdier gir et stort effektivitetstap pga. *for lite* investeringer i unotert sektor. De baserer sine analyser på CAPM-modellen¹¹ og Gordon's vekstmodell¹² i finans. Normalt er det ikke skatt i CAPM-modellen, og rente før skatt brukes derfor vanligvis. Det er viktig at skatt da behandles konsistent ved at kontantstrøm etter skatt må diskonteres med en rente som reflekterer alternativavkastningen etter skatt. I CAPM skal renten reflektere avkastningen på en alternativ plassering i markedet med tilsvarende risiko. J&L benytter den sikre renten *før* formuesskatt som sikker alternativavkastning etter formuesskatt. Dermed ser de bort i fra at en må betale formuesskatt også om en investerer i sikre verdipapir. Forklaringen på deres resultater er at de implisitt forutsetter at eieren av aksjen eller selskapet alternativt kan oppnå en tilsvarende avkastning i markedet *uten* å måtte betale formuesskatt.

Professor ved Institutt for Økonomi på Universitetet i Bergen, Bjørn Sandvik (2015), har et ulikt syn på insentiver til å investere i unotert sektor. Han hevder at siden fjorårets bokførte verdier som regel er mye lavere enn årets markedsbaserte verdier, gir formuesskatten insentiver til å investere i unoterte selskaper. Hans artikkel kom som en reaksjon på J&L (2014) sin artikkel. I likhet med J&L baserer Sandvik sine analyser på CAPM-modellen og Gordon's vekstmodell i finans. Årsaken til motstridende konklusjoner er ulike forutsetninger og antagelser i CAPM. Hovedforskjellen kommer av bruk av rente før og etter skatt. I motsetning til J&L benytter Sandvik størrelser *etter* skatt, og argumenterer for dette med at CAPM er utledet fra et individs preferanser. På den andre siden forutsetter Sandvik, på samme måte som Møen¹³, at individet også må betale formuesskatt ved sikre investeringer. Sandvik viser med CAPM og rentesatser *etter skatt* at for både en og flere perioder øker lønnsomheten til en investering i et unotert selskap med formuesskatten dersom den bokførte verdien av selskapet er mindre enn markedsverdien av selskapet. Sandvik mener at J&L sitt argument ikke holder, og mener hovedproblemet er at de benytter renten *før skatt*.

Møen (2014) mener at slik verdsettelsesreglene er i dag, er det større insentiver for norske eiere å investere i unoterte selskaper enn for utenlandske investorer. Et salg av unoterte aksjer vil normalt øke eierens formuesskatt fordi eieren etter salget må betale formuesskatt av markedsverdien av aksjene, typisk i form av bankinnskudd (Møen, 2014). Dette medfører

¹¹ CAPM-modellen forteller hvordan risiko prises i et kapitalmarked, og gir et teoretisk grunnlag for å fastsette et markedsbasert kapitalavkastningskrav i økonomiske analyser

¹² Gordons vekstmodell benyttes som prisingsformel når det ses på flere perioder

¹³ Se også avsnitt 3.1.5 Norske selges for sjelden til utenlandske interessenter

paradoksalt nok at unoterte bedrifter er mer verdt for norske eiere enn for utenlandske. I og med at de fleste bedriftseiere i Norge eier ikke-børsnoterte selskaper, skaper formuesskatten en vridning i retning av at norske privateide bedrifter for sjelden selges til utenlandske interessenter. Dette skyldes at norske eiere sparer skatt ved å sitte med formuen i formuesobjekter som er lavt verdsatt.

Insentiv til å børsnotere

For unoterte selskaper kan det tenkes at en børsnotering vil føre til at eierne i selskapet må betale høyere formuesskatt. Dette gjelder spesielt unoterte selskaper med høye immaterielle verdier¹⁴ som goodwill (Hansen, Møen, & Schjelderup, 2014). Ved børsnotering vil immaterielle eiendeler reflekteres i kursverdien, og slå fullt i markedsverdien og dermed ligningsverdien. Scheel-utvalget omtaler misforholdet mellom børsnotert markedsverdi og ligningsverdi kort: ”Verdsettingsprinsippene i formuesskatten bidrar dermed isolert sett til å favorisere virksomhet som drives gjennom et ikke-børsnotert aksjeselskap, sammenlignet med om virksomheten ble drevet gjennom et børsnotert aksjeselskap. En effekt av dette er at formuesskatten svekker incentivet til å børsnotere et selskap” (NOU 2014:13).

At selskaper ikke børsnoteres på grunn av formuesskatten er uheldig (Bienz & Mjøs, 2015). Professor Carsten Bienz og professor Aksel Mjøs ved Institutt for Finans ved NHH uttrykker i et debattinnlegg i Aftenposten 30. april 2015 at de er bekymret over misforholdet mellom verdsettelse av børsnoterte og unoterte aksjer. Børsnotering av selskaper gir en rekke fordeler både for selskapet, eierne og samfunnet generelt. De presiserer imidlertid at ikke alle selskaper bør børsnoteres, men at det her er snakk om skattemessige hindringer.

Risiko for eiere av børsnoterte og unoterte selskaper

Sandmo (1985) mener formuesskatt basert på markedsverdier ikke skaper uheldige vridninger for risikotaking. For børsnoterte aksjer er formuesskatten symmetrisk og basert på markedsverdier. Med andre ord har ikke skatt på markedsverdier noen effekt på eiers beslutning om å ta risiko fordi den effektive skattesatsen er konstant uavhengig av konjunkturer. Børsnoterte selskaper er derfor risikomessig nøytrale for eierne (NOU 14:13). Et slikt beregningsgrunnlag gir formuesskatten en risikomessig karakter tilsvarende

¹⁴ Se avsnitt 3.2.1 Gjeldende verdsettelsesregler for unoterte selskaper

egenkapital ved at staten bærer sin del av risikoen i selskapet på lik linje med aksjonærene. Dette gjør staten gjennom å redusere formuesskatteregningen til aksjonærene i dårlige tider.

I motsetning til for børsnoterte selskaper, er ikke formuesskatten risikomessig nøytral for norske eiere av unoterte selskaper (Finansdepartementet, 2014a). Mangelen på sammenheng mellom ligningsverdier og markedsverdier for unoterte selskaper innebærer at skattekrav basert på ligningsverdier ikke gir risikodeling mellom staten og eierne. Skatt på bokførte verdier gir en lav effektiv skattesats i gode tider og en høy effektiv skattesats i dårlige tider (Johnsen & Lensberg, 2014). Ved bruk av ligningsverdi som beregningsgrunnlag vil ikke årets formuesskattekrav påvirkes av selskaps- eller konjunkturmessige forhold, og formuesskatten har derfor en uheldig risikoeffekt på samme måte som et gjeldskrav (NOU 2014:13). Redusert egenkapital vil øke eiernes formuesrisiko og ifølge Scheel-utvalget er det rimelig å tro at eierne vil redusere selskapets risiko tilsvarende. For eierne av unoterte selskaper innebærer formuesskatt dermed at en del av egenkapitalen konverteres til gjeld. Det gir eierne insentiv til å redusere sin risiko ved å ta ned selskapets forretningsmessige risiko eller ved å slanke balansen og nedbetale annen gjeld.

4. Data

I denne delen presenteres det utarbeidede datasettet som benyttes i den videre analysen. Analysene i utredningen er basert på data fra Verdipapirforetakenes Forbund (VPFF) og Skatteetaten.

4.1 Datasett

For å få et estimat på offentlig markedsverdi for unoterte selskaper har vi benyttet selskaper registret på OTC-listen¹⁵, heretter kalt OTC-selskaper. På grunn av den offentlige handelen er analyse av OTC-selskaper en hensiktsmessig metode for å sammenligne markedsverdi og ligningsverdi til et selskap. Aksjer notert på OTC-listen betraktes som ikke-børsnoterte aksjer. Følgelig er ligningsverdi oppført på RF-1028 *Selvangivelse for Aksjeselskap* formuesskattegrunnlaget for slike aksjer. Markedsverdiene til OTC-selskapene er for hvert selskap beregnet ut ifra sluttkursen for året og antall aksjer i selskapet. Dataene fra VPFF er over alle OTC-selskaper som har vært registrert på denne listen i tidsperioden 2004 – 2014. På grunn av begrensninger i datasett fra Skatteetaten benyttes imidlertid kun data fra tidsperioden 2007-2014.

Dataene fra VPFF inneholder kun navn og ticker¹⁶ som identifikasjon på selskapene. For å muliggjøre vår analyse har vi derfor gjort en manuell utplukking av organisasjonsnummer gjennom søk på proff.no, forvalt.no og brreg.no og kontakt med VPFF. I tidsperioden 2007 – 2014 var det i utgangspunktet 312 selskaper notert på OTC-listen i Norge. Etter den manuelle utplukkingen per oktober 2015 fant vi imidlertid kun organisasjonsnummer på 209 selskaper. Reduksjonen består i hovedsak av eliminering av utenlandske selskaper som mangler organisasjonsnummer og annen nødvendig informasjon for videre analyse.

For videre analyse slås datasettet fra VPFF sammen med data fra Skatteetaten. Data fra Skatteetaten omfatter skjemaene RF-1028 *Selvangivelse for Aksjeselskap* og RF-1167 *Næringsoppgave 2*. RF-1167 inneholder oppstilling over hovedpostene i resultat- og balanseregnskapet, og er således et vedlegg til RF-1028. Fra RF-1028 har vi hentet ut post 480 *Beregnet samlet verdi bak aksjene i selskapet*. Post 480 er beregningsgrunnlaget for formuesskatt utløst fra eierskap i unoterte selskap, og vil heretter betegnes som

¹⁵ For innføring i OTC-systemet se neste avsnitt

¹⁶ Ticker er en kode som brukes for handel av verdipapirer på børser og andre markedsplasser over hele verden

ligningsverdi. Datasettet er ubalansert, det vil si at vi ikke har verdier for alle bedrifter i alle år. Den manuelle sammensettingen gjør datasettet unikt.

Alle data brukt i oppgaven er på foretaksnivå, men er blitt aidentifisert grunnet konfidensialitet. Før kobling mot Skatteetatens data er navn på bedrift og organisasjonsnummer erstattet med et anonymt løpenummer. For å opprettholde konfidensialiteten benytter vi oss videre av inndelinger som næringshovedområder istedenfor spesifikke industrier.

4.1.1 OTC-listen

OTC-listen er en noteringsliste for aksjer som ikke er børsnoterte (VPFF, 2015). OTC står for "Over The Counter" som på norsk tilsier "over disken" (OTC-Liste, 2015). OTC-aksjer handles ikke på Oslo Børs, men via meglerforbund. Hovedforskjellen ved å handle unoterte aksjer kontra børsnoterte, er at prosessen i stor grad er manuell, eksempelvis registreres ordren manuelt i den elektroniske ordreboken for OTC-listen og det handles via telefon (VPFF, 2013). Både selgende og kjøpende kurs blir publisert daglig på

Verdipapirforetakenes forbund sin nettside. OTC-listen skiller seg også fra børsen ved at meglerne ikke er forpliktet til å gjennomføre handel til den indikerte kjøps- eller salgskurs som tidligere ble annonsert. Videre er heller ikke meglerne bundet til å handle med den megleren som står øverst på listen, når flere meglere har lagt inn en interesse på samme selskap til samme kurs.

For å registreres på OTC-listen er det meglerforetakene som melder interesse, ikke selskapet selv (VPFF, 2013). Meglerforetakets forespørsel kommer på bakgrunn av deres kunnskap om hvilke selskaper investorer generelt er interessert i, og om selskapets aksjer har et omfang eller forventes å få et omfang som er av interesse for markedets aktører. Videre er det krav om at selskapet må ha eksistert i minst ett år, ha markedsverdi på mer enn 20 millioner kroner og normalt mer enn 50 aksjonærer utenom ledelse og gründere. Selskaper som går konkurs eller går på børs fjernes automatisk fra OTC-listen.

Tabell 4.1 viser total omsetning i millioner kroner og antall handler for OTC-populasjonen per år (VPFF, 2015). I 2014 ble det total handlet OTC-selskaper 11 250 ganger, og det var en total omsetning på 7,79 milliarder kroner. Det er imidlertid stor variasjon i hvor likvide de

ulike selskapene er. I 2014 varierte antall salg per selskap fra 4 225 til bare seks handler for det minst handlede selskapet. Gjennomsnittlig verdi per handel har økt betraktelig de siste årene. I 2008 var den gjennomsnittlige verdien per handel omtrent 420 000 kroner og i 2014 omtrent 700 000 kroner. VPFF (2014) påpeker at stor verdi per handel indikerer at de fleste som handler aksjer på OTC-listen er profesjonelle investorer. Fra tabellen ser vi at antall handler og omsetning aldri kommer opp på samme nivå som i 2007.

Tabell 4.1: Årlig omsetning i millioner kroner og antall handler for OTC-selskaper

År	Omsetning	Antall handler
2007	21 356	25 399
2008	4 108	9 667
2009	1 477	5 068
2010	2 891	6 973
2011	7 275	7 537
2012	3 004	6 861
2013	5 372	10 512
2014	7 787	11 250

Da det stilles krav for å være registrert på OTC-listen vil følgelig ikke alle unoterte selskaper i Norge være representert i OTC-datasettet. Ved utgangen av 2014 var det 55 bedrifter registrert på OTC-listen (VPFF, 2015). Til sammenligning var det 217 selskaper notert på Oslo Børs og Oslo Axess (Oslo Børs, 2015b), og til sammen 260 000 aksjeselskaper totalt i Norge (Knudsen, 2015). Til tross for at OTC-bedrifter utgjør en liten andel av unoterte selskaper i Norge, har vi valgt å basere vår analyse på disse selskapene på grunn av tilgang til både ligningsverdi og markedsverdi.

Da det er meglerne som melder interesse for at et selskap skal registreres på OTC-listen, kan disse selskapene anses som de mest omsettelige og dermed mest likvide av de unoterte selskapene. OTC-selskapene representerer således de unoterte selskaper i Norge som er nærmest børsnotering og selskapene som har størst verdiskapning. Det er derfor ikke rimelig å anta at OTC-populasjonen er et representativt utvalg for alle unoterte selskaper i Norge. I lys av debatten om formuesskatt er det likevel svært interessant å studere disse selskapene da de representerer betydelige investeringer og sysselsetting. Videre er det verdt å presisere at selv om ikke OTC-selskapene er representative for alle unoterte selskaper i Norge, finner vi

ingen åpenbar grunn til å tro at forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi vil være annerledes enn for andre unoterte foretak i samme bransjer, da reglene for fastsettelse av ligningsverdier er felles.

4.2 Rensing av datasett

I vårt datasett hentet fra VPFF og Skatteetaten, finner vi mangler hos enkelte selskaper. Noen av selskapene mangler organisasjonsnummer, markedsverdi eller ligningsverdi. Mulige årsaker til dette kan være feil i databasen ved uthenting, eller at rapporterte tall er ført feil eller på en annerledes måte som gjør dem utilgjengelig.

Ved sammenslåingen av data fra OTC og Skatteetaten var det 76 OTC-selskaper som ikke lot seg koble. Disse selskapene blir derfor fjernet på grunn av mangler.

I det gjeldende datasettet har vi dermed totalt 133 selskaper, med 449 observasjoner fordelt på tidsperioden 2007 – 2014.

4.3 Databehandling

4.3.1 Verdsettelsestidspunkt

I analysen sammenligner vi forskjellen i verdsettelsesgrunnlaget ved beregning av formuesskatt dersom særregelen er lagt til grunn kontra hovedregelen. Det er viktig å operere med korrekt verdsettelsestidspunkt ved sammenligning av de ulike verdsettelsesgrunnlagene. Som beskrevet i delkapittel 3.2 sier skatteloven §4-12 annet ledd at verdsettelsesgrunnlaget for unoterte aksjer er aksjens forholdsmessige andel av aksjeselskapets ”samlede skattemessige formuesverdi 1. januar året før ligningsåret¹⁷ fordelt etter pålydende”. Vår analyse baserer seg på denne særregelen, og vi antar at skattemessig formuesverdi er basert på 1. januar i inntektsåret (tilsvarende 31.12 i året før inntektsåret, $t-1$). Det er verdt å presisere at for aksjeselskaper eller allmennaksjeselskaper hvor aksjekapitalen i inntektsåret er endret, legges verdien 1. januar i ligningsåret til grunn ved ligningen, jamfør skatteloven §4-13 annet ledd.

¹⁷ Ligningsåret (år $t+1$) er det året formuesskatten forfaller. Inntektsåret er (t) er året der inntekten opptjenes.

Vi benytter markedsverdien til de unoterte bedriftene hentet fra OTC-listen. Dersom disse selskapene hadde vært børsnoterte ville markedsverdien vært beregningsgrunnlaget for formuesskatt. Våre data over markedsverdier til aksjer i OTC-selskaper baserer seg på sluttkurser hvert år, som tilsvarende markedsverdien i slutten av inntektsåret (tilsvarende 31.12 i år t). Vi baserer derfor analysen på hovedregelen for verdsettelse av formuesobjekter som sier at formuesobjektet skal verdsettes til omsetningsverdi 1. januar i ligningsåret.

For at sammenligningen av særregelen og hovedregelen skal bli riktig, forskyver vi ligningsverdien frem et år. Begrunnelsen er altså at for unoterte selskaper beregnes formuesskatten ut i fra ligningsverdi per 31.12 i år t-1, mens for børsnoterte selskaper beregnes formuesskatten ut i fra markedsverdi året etter, det vil si 31.12 i år t. Vi fremskyver også resterende regnskapsdata da vi ønsker å sammenstille ligningsverdi fastsatt 31.12 i inntektsåret med selskapets resultat og balanse i tilsvarende år.

4.3.2 Næringsklassifisering

Bedriftene i populasjonen er inndelt i ulike næringer etter ”Standard for næringsgruppering” (NACE). Det har i vår analyseperiode eksistert to ulike standarder; SN2002 (Opphørt 31. desember 2008) og SN2007 (gyldig fra 1. januar 2009). Da dataene våre er fra 2007 til 2014 er det naturlig å velge koder etter gjeldende næringsgruppering, SN2007. Det var derfor nødvendig å omklassifisere selskapene som er næringsklassifisert etter SN2002. Dette har vi løst ved å manuelt endre de utgåtte NACE-kodene til tilsvarende næringsklassifiseringer med de nye NACE-kodene for alle observasjoner før 2009. Den manuelle korrigeringen førte til at 225 observasjoner endret NACE-kode. Videre kontrollerte vi at endringen stemmer overens for selskaper som både har blitt klassifisert etter ny og gammel standard.

4.3.3 Ligningsverdi

Som nevnt i kapittel 3.2.1, er selskapets skattemessige formuesverdi til fordeling på aksjene den samlede nettoformuen. Ved fastsetting av skattemessig formuesverdi tas med alle selskapets eiendeler som ikke er spesielt unntatt i loven. Formuesverdiene på aksjene kan imidlertid ikke settes lavere enn null (Lignings-ABC, 2015). I vårt datasett er det selskap med negativ ligningsverdi. Vi korrigerer derfor alle negative ligningsverdier til null. Det var totalt 56 observasjoner med negative ligningsverdier.

4.3.4 Inflasjonsjusteringer

For å gi bedre sammenligningsgrunnlag justerer vi alle variabler i datasettet for inflasjon, og tar utgangspunkt i 2014-kroner. Vi benytter konsumprisindeksen (KPI) fra SSB som mål (SSB, 2015b). Tabell 4.2 viser inflasjonsendringene i tidsperioden. For eksempel vil balansetall fra 2013 divideres med 0,98 for å få inflasjonsjusterte tall.

Tabell 4.2 Inflasjonstall, hentet fra SSB

År	KPI
2014	1
2013	0,98
2012	0,96
2011	0,95
2010	0,94
2009	0,92
2008	0,90
2007	0,87

Heretter vil alle verdier være inflasjonsjusterte, og det spesifiseres derfor ikke.

5. Analyse

Formålet med dette kapittelet er å analysere formuesskattegrunnlaget for unoterte selskaper sammenlignet med formuesskattegrunnlaget for børsnoterte selskaper. Med bakgrunn i datasettet diskutert i kapittel 4 vil vi i første delkapittel gi en oversikt over populasjonen ved hjelp av deskriptiv analyse og regresjonsanalyser. Videre besvares våre tre problemstillinger:

1. *Hvor stor er verdsettelsesrabatten for unoterte selskaper?*
2. *Hva kjennetegner selskaper med høy verdsettelsesrabatt?*
3. *Påvirker verdsettelsesreglene insentiver til å gå på børs?*

Andre delkapittel viser størrelsen på verdsettelsesrabatten i populasjonen. Tredje delkapittel gir en oversikt over hvordan verdsettelsesrabatten kan sies å variere med ulike faktorer, og hva som karakteriserer bedrifter med høy og lav verdsettelsesrabatt. I siste delkapittel tar vi utgangspunkt i nylig børsnoterte selskaper og undersøker hvordan disse varierer fra selskapene på OTC-listen. Avslutningsvis undersøker vi bedrifter fra OTC-listen som går på børs, og hvorvidt ulikt verdsettelsesgrunnlag kan sies å ha en påvirkning på beslutning om børsnotering.

5.1 Oversikt over populasjonen

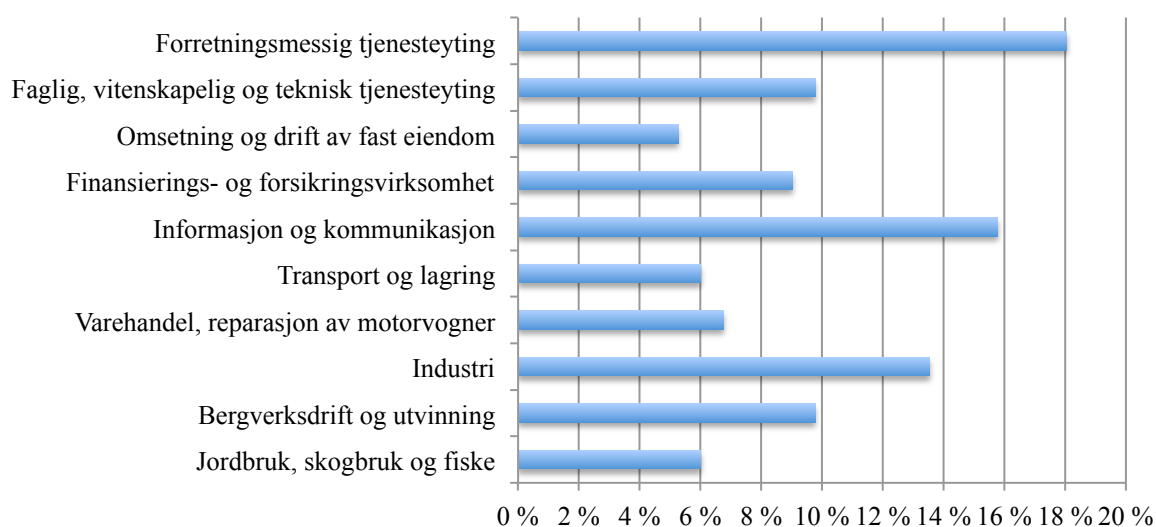
Analysen baserer seg på data over selskaper registrert på OTC-listen og vil studeres over en periode på åtte år (2007 – 2014). I dette delkapittelet gis en oversikt over OTC-populasjonen med fokus på bedriftenes ligningsverdi og markedsverdi. Dette for å gi et bilde av hva som kjennetegner selskapene som videre analyseres. Populasjonen består av 133 ulike selskaper som har vært registrert på OTC-listen i løpet av perioden. Som nevnt i delkapittel 4.1.1, stilles det flere krav for å være registrert på OTC-listen. Dette fører til utskifting av selskapene, og det er altså en stor variasjon i antall og hvilke bedrifter som er registrert på OTC-listen over tidsperioden. Totalt har vi 449 observasjoner.

Dataene over OTC-selskapene er registrert som paneldata, slik at disse kan studeres som en tidsserie og som tverrsnittsdata. Det vil si at dataene følger selskapene over årene. Datasettet er ubalansert, noe som innebærer at ikke alle selskaper er representert i alle år.

Næringsklassifisering

Med den tosfrede klassifiseringen i hovedgrupperingen i SN2007¹⁸ er det i utgangspunktet 21 ulike næringer. Da våre selskaper kun er representert i ti næringer vil vi bruke disse ti næringsklassifiseringene videre. Figur 5.1 gir en oversikt over andel selskaper i hver næring. Fra figuren ser vi at OTC-selskapene er godt spredt over flere næringer. Det er imidlertid noe variasjon i andel selskaper per næring. Den største andelen av selskaper inngår i næringskategorien ”Forretningsmessig tjenesteyting” som utgjør totalt 18 % av populasjonen. ”Omsetning og drift av fast eiendom” er den næringen med færrest selskap, og utgjør bare 5 % av den totale populasjonen.

Figur 5.1: Oversikt over næringer



13 % av alle selskaper i Norge tilhører den største næringen ”Varehandel, reparasjon av motorvogner” (SSB, 2015a). For vår populasjon er det imidlertid kun 6,8 % av selskapene som har tilknytning til denne næringen. ”Varehandel, reparasjon av motorvogner” kan da sies å være underrepresentert i OTC-populasjonen. Tilsvarende, sammenlignet med SSB sine tall for alle selskaper i Norge, er næringene ”Omsetning og drift av eiendom” og ”Jordbruk, skogbruk og fiske” underrepresentert i vår populasjon. Næringene ”Forretningsmessig tjenesteyting”, ”Finansiering og forsikring”, ”Informasjon og kommunikasjon”, ”Industri”, ”Bergverksdrift og utvinning” og ”Transport og lagring” utgjør en noe større prosentandel i vår populasjon enn for alle selskaper i Norge. Grunnen til at det er såpass mange næringer som kan sies å være overrepresentert er fordi OTC-selskapene kun fordeles i ti av 21

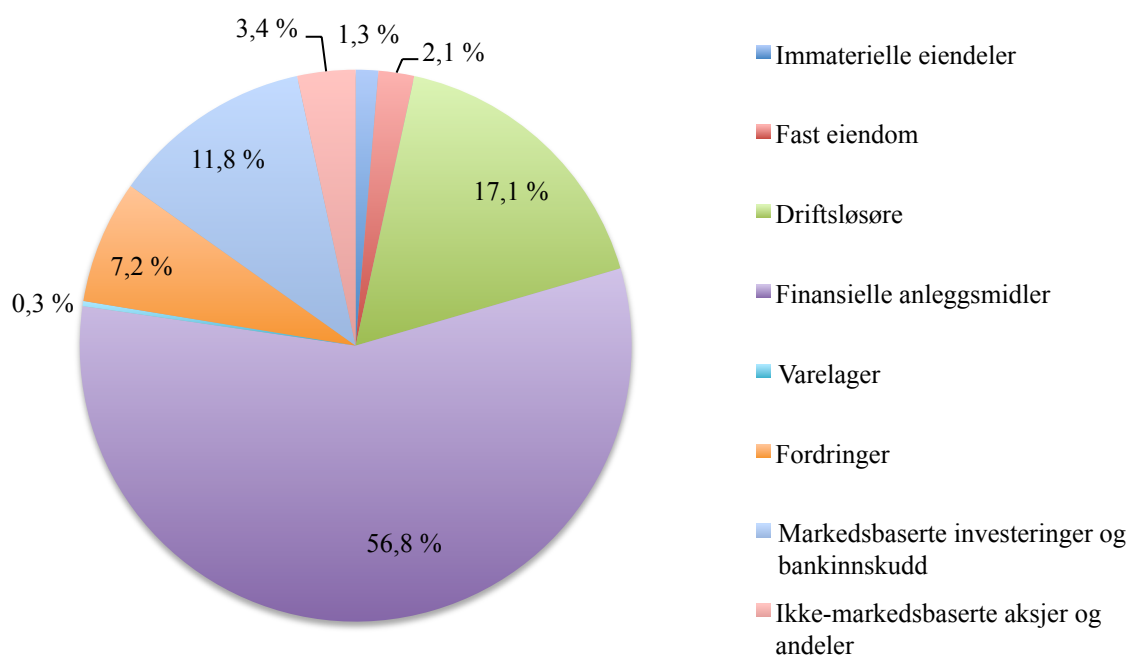
¹⁸ Se delkapittel 4.3.2 for mer informasjon om næringsklassifisering

næringer. Den eneste næringen med like stor prosentandel er ”Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting” som både for vår populasjon og for alle selskaper i Norge utgjør 10 %.

Eiendeler

Før vi går videre i analysen vil det være hensiktsmessig å danne seg et bilde av hvordan eiendelene i populasjonen er fordelt. Gjennomgående for populasjonen ser vi at mange av eiendelspostene har null i verdi, og det er noen få eiendelsposter som har store verdier. Av den grunn har vi gruppert eiendelspostene i større grupper. Grupperingen tar utgangspunkt i balanseoppstillingen i Næringsoppgave 2 (RF-1167). Eiendelene har blitt gruppert inn i åtte grupper basert på verdsettelsesreglene presentert i delkapittel 3.1.2¹⁹. I figur 5.2 ser vi fordeling av eiendeler totalt i OTC-populasjonen, der hvert selskap er representert med det siste året de var registrert på listen.

Figur 5.2: Oversikt over gjennomsnittlig eiendelsfordeling



Av figuren ser vi at størrelsen på eiendelsgruppene varierer. Over halvparten av eiendelene i populasjonen ligger i gruppen ”Finansielle anleggsmidler”. Fra figuren ser vi at det er større investeringer i ”Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd” enn ”Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler”, andelene er henholdsvis 11,8 % og 3,4 %. Videre er 17,1 % av alle

¹⁹ Se Appendiks A: Balanse fra Næringsoppgave 2

eiendelene investert i ”Driftsløsøre” og 7,2 % investert i ”Fordringer”. De tre minste gruppene er ”Fast eiendom”, ”Immaterielle eiendeler” og ”Varelager” som utgjør henholdsvis 2,1 %, 1,3 % og 0,3 % av eiendelene.

Fra figur 5.2 ser vi at det er stor variasjon i andel av eiendelene i populasjonen. For å se hvordan eiendelene fordeler seg i selskapene har vi inkludert 50-, 75- og 90-persentilene, samt maksverdien. Resultatet er vist i tabell 5.1. For eksempel ser vi at for immaterielle eiendeler er andelen 0 på medianen. 90-persentil er 28,5 %. Maksverdien viser at det selskapet med mest immaterielle eiendeler har en andel på 99 %, resterende eiendeler utgjør da kun ett prosent. Fra tabellen ser vi at det er få selskap som har immaterielle, fast eiendom, varelager og ikke-markedsbaserte eiendeler da medianen er 0. Videre er det generelt høye maksverdier som tilsier at flere selskap har mesteparten av eiendelene sine i én eiendelsgruppe.

Tabell 5.1: Oversikt over eiendelspersentiler

		Immaterielle	Fast eiendom	Driftsløsøre	Finansielle anleggsmidler	Varelager	Fordringer	Markedsbaserte	Ikke-markedsbaserte
Persen-	50	0,000	0,000	0,001	0,379	0,000	0,069	0,069	0,000
tiler	75	0,042	0,000	0,029	0,823	0,000	0,211	0,289	0,000
	90	0,285	0,032	0,207	0,941	0,002	0,422	0,673	0,000
	max	0,990	0,955	0,997	0,998	0,369	1,000	1,000	0,726

Finansiering

Videre ønsker vi å undersøke hvordan OTC-selskapene er finansiert. Vi viser dette med en oversikt over gjeldsgrad. Gjeldsgraden viser hvor stor selskapets gjeld (både kortsiktig og langsiktig) er i forhold til egenkapitalen, og er således et mål på hvor solid bedriften er (Experian, 2015). Dersom gjeldsgraden er over én, har bedriften mer gjeld enn egenkapital. Tilfredsstillende gjeldsgrad varierer i ulike bransjer, men en tommelfingerregel er at gjeldsgraden bør ligge under fem. Vi velger å definere en gjeldsgrad mellom null og to som god i vår populasjon, mens verdier over fem er ikke tilfredsstillende. Hvert selskap er representert med verdier fra det siste året det var registrert på OTC-listen. I tabell 5.2 under

ser vi at minimumsverdien er på -21,11 og maksimumsverdien er på 69,62. Det er derfor stor variasjon i gjeldsgrad mellom selskapene. På grunn av disse ekstremverdiene antar vi at det uvektede gjennomsnittet er noe skjevt, og medianen (50-persentilen) på 0,49 gir et riktigere bilde av gjeldsgraden i populasjonen. Det vil si at gjelden utgjør omtrent 50 % av egenkapitalen. Vi ser at 75 % av OTC-selskapene har gjeldsgrad under to. Flesteparten av selskapene i OTC-populasjonen kan derfor antas å ha en tilfredsstillende gjeldsgrad.

Tabell 5.2: Oversikt over gjeldsgrad

Persentiler	Min	-21,11
	10	0
	25	0,12
	50	0,49
	75	1,25
	90	3,87
	Max	69,62
Deskriptiv statistikk	Gjennomsnitt	2,13
	Standardavvik	9

Alder

Vi ønsker å undersøke hvor stor spredningen i alder er på selskapene i vår populasjon. For å være registrert på OTC-listen må selskapet minst ha eksistert i ett år (VPFF, 2015). Av den grunn er det ingen selskaper under ett år i populasjonen. Vi inkluderer hvert selskap fra det siste året selskapet var registrert på OTC-listen. Resultatet er presentert i tabell 5.3 på neste side. Gjennomsnittsalderen er 13,36 år, som er noe høyere enn medianen på 9 år. Det vil si at det er noen få eldre selskaper som drar opp gjennomsnittet. Dette bekreftes av at 90-persentilen er bare 22 år, mens maksverdien er hele 124 år.

Tabell 5.3: Oversikt over alder

Persentiler	Min	1
	10	2
	25	4
	50	9
	75	16
	90	22
	Max	124
Deskriptiv statistikk	Gjennomsnitt	13,36
	Standardavvik	18,83

Antall noteringer

I vår populasjon varierer det hvor mange år OTC-selskapene er registrert på listen. Vi ønsker derfor å få en oversikt over antall nye noteringer på OTC-listen i tidsperioden. Siden 2007 er det første året i datasettet, kan vi ikke skille mellom nye og eksisterende OTC-selskaper på listen dette året, og følgelig faller dette året vekk. Antall nye noteringer på OTC-listen i tidsperioden 2008 – 2014 er presentert i tabellen 5.4. Fra tabellen ser vi at det er flest nye noteringer i 2008, da det var totalt 18 nye selskaper som ble notert på OTC-listen. Totalt over perioden er det 40 nye noteringer. Fra tabellen ser vi at det har blitt færre og færre nye noteringer, dog en liten økning i 2014. Nedgangen i nye noteringer kan tyde på at OTC-listen ikke har kommet seg etter finanskrisen høsten 2008. Reduksjonen kan også skyldes økt konkurranse fra Oslo Axess. Oslo Axess er en markeds plass for mindre selskaper, som ble etablert i 2007²⁰.

Tabell 5.4: Oversikt over nye noteringer på OTC-listen

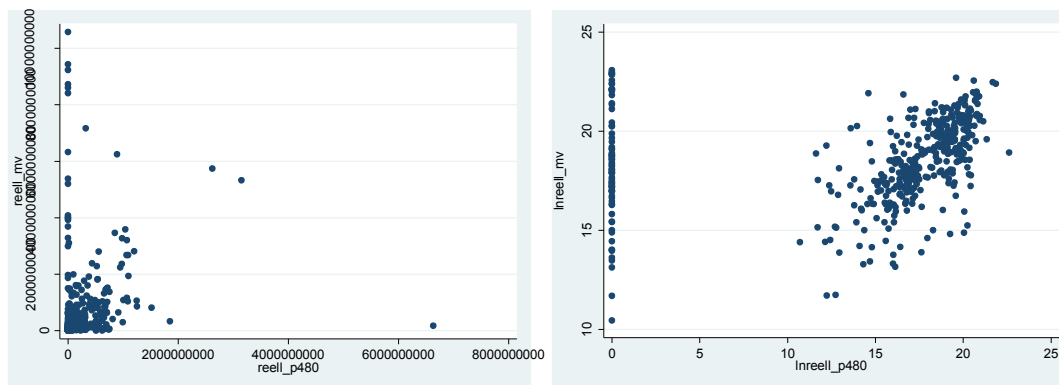
År	Selskap
2008	18
2009	5
2010	5
2011	0
2012	2
2013	2
2014	8
Totalt	40

²⁰ Se delkapittel 5.4.1 for mer informasjon om Oslo Axess

Ligningsverdi og markedsverdi

Som gjennomgått i kapittel 3.2, vil ligningsverdien som regel være lavere enn markedsverdien til et selskap. I forkant av analysen ønsker vi å få et oversiktsbilde over disse variablene i populasjonen da de er sentrale for analysen. Innledningsvis lager vi derfor et plott, med og uten log-transformasjon (se figur 5.3). Plottet til venstre viser den lineære sammenhengen mellom variablene, mens plottet til høyre viser den log-transformerte sammenhengen. Plottet til venstre viser at de fleste observasjonene ligger tett med relativt lave markeds- og ligningsverdier. Fra plottet ser vi at det er spesielt én observasjon med ekstremt høy ligningsverdi. Vi ser også at en del observasjoner har ligningsverdi lik null, noe som blant annet kommer av at vi satt alle negative ligningsverdier til null. Når vi log-transformerer verdier lik null blir disse udefinert. For å ha med disse videre i analysen setter vi de lik null etter log-transformeringen. Log-transformasjonen demper de ekstreme observasjonene, noe som bidrar til å redusere heteroskedastisitet, ikke-normalitet og den relative størrelsen til betydningsfulle enheter. Fra plottet til høyre ser vi at ved å fjerne de ekstreme observasjonene blir observasjonene mer spredt, samtidig som observasjoner med ligningsverdier på null vises som en tydelig linje langs y-aksen.

Figur 5.3: Plott over variablene Markedsverdi og Ligningsverdi, henholdsvis uten og med log-transformering.



For å undersøke sammenhengen mellom markedsverdi og ligningsverdi for selskapene i populasjonen bruker vi regresjonsanalyse, presentert i tabell 5.5. Vi gjennomfører for både lineære og log-transformerte variabler. For begge type variabler benytter vi OLS uten og med konstantledd, presentert henholdsvis i kolonne (1) til (4). For at data over flere år for samme selskap skal behandles som samme selskap, ”clustrer” vi selskapene på det

avidentifiserte organisasjonsnummeret. Vi kontrollerer også for heteroskedastisitet med robuste standardavvik.

Tabell 5.5: Regresjon med *Markedsverdi* som avhengig variabel

	Lin-lin		Log-log	
	(1) OLS	(2) OLS	(4) OLS	(5) OLS
VARIABLER	Markedsverdi		log Markedsverdi	
Ligningsverdi	1.011** (0.449)	0,594 (0.408)	1.037*** (0.00707)	0.0599* (0.0347)
Konstant		5.097e+08*** (1.848e+08)		17.64*** (0.627)
Observasjoner	449	449	449	449
R ²	0,105	0,036	0,819	0,038

Standardavvik i parentes (* p<0,05, ** p < 0,01, *** p<0,001)

Fra OLS-regresjonen uten konstantledd (1) ser vi at *Ligningsverdi* har signifikant sammenheng på 1 % nivå med *Markedsverdi*. Koeffisienten til *Ligningsverdi* er 1,011 og tolkes som at dersom ligningsverdien øker med én krone vil markedsverdien øke med 1,011 kroner. Dersom vi benytter OLS med konstantledd (2), er ikke sammenhengen lenger signifikant på 5 % nivå og koeffisienten er redusert til 0,594. Når variablene er log-transformerte tolkes koeffisientene som elastisiteter. For OLS uten konstantledd vil det si at dersom ligningsverdi øker med ett prosentpoeng vil markedsverdi øke med 1,037 %. Fra OLS med konstantledd, kolonne (4), er effekten mindre, men fortsatt signifikant på 5 % nivå. Øker ligningsverdien med ett prosentpoeng vil markedsverdien øke med 0,0599 %. Avslutningsvis kan det derfor se ut til at det er en sammenheng mellom markedsverdi og ligningsverdi.

5.2 Hvor stor er verdsettelsesrabatten for unoterte selskaper?

Unoterte selskaper verdsettes på bakgrunn av den skattemessige formuesverdien av eiendelene (Skatteloven). Som nevnt i delkapittel 3.2 gjør den lave verdsettelsen av enkelte eiendeler, som eiendom og immaterielle eiendeler, at unoterte aksjer ofte verdsettes lavere enn børsnoterte aksjer. Verdien av for eksempel egenutviklede immaterielle eiendeler reflekteres i børskursen og slår dermed fullt ut markedsverdien til børsnoterte aksjer (Hansen, Møen, & Schjelderup, 2014). Scheel-utvalget påpeker at dette avviket i verdsettingsprinsippene isolert sett bidrar til å favorisere ikke-børsnoterte selskaper, sammenlignet med børsnoterte selskap (NOU 2014:13). Vi ønsker i vår analyse å sammenligne verdsettelsesgrunnlaget for børsnoterte kontra unoterte selskaper, for å svare på hvor stor favoriseringen av unoterte selskaper faktisk er. En vesentlig favorisering kan sies å svekke incentivet til å børsnotere selskapet, og problemstillingen er derfor relevant i formuesskattedebatten.

Verdsettelsesrabatten definerer vi som rabatten et unotert selskap har ved å være verdsatt etter særregelen (ligningsverdi) kontra hovedregelen (markedsverdi). For å beregne verdsettelsesrabatten undersøker vi forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi. Ligningsverdien er lagget med ett år relativt til markedsverdien, jmfør skatteloven §4-12 annet ledd. For OTC-selskapene beregner vi det uvektede gjennomsnittet. Et uvektet gjennomsnitt beregnes ved først å finne andelen ligningsverdi over markedsverdi for hver observasjon, for så å dividere på antall observasjoner. For å se hvordan verdsettelsesrabatten er fordelt i populasjonen inkluderer vi deskriptiv statistikk med standardavvik og persentilinndeling i tabell 5.6 på neste side.

Tabell 5.6: Oversikt over forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi i populasjonen, uvektet

År	Selskap	Uvektet gj.snitt	St. avvik	Min	10	25	Median	75	90	Max
2007	93	0,613	2,969	0	0	0,045	0,17	0,472	0,691	28,69
2008	73	7,73	27,964	0	0	0,126	0,473	2,097	8,132	175,62
2009	61	3,818	11,74	0	0	0	0,429	1,798	9,577	85,005
2010	54	0,532	0,858	0	0	0,001	0,267	0,592	1,542	4,799
2011	48	0,556	0,627	0	0	0,091	0,379	0,812	1,555	2,8
2012	41	1,44	2,537	0	0,017	0,206	0,481	1,461	3,132	12,535
2013	37	1,359	4,391	0	0	0,123	0,396	0,837	1,8	26,986
2014	42	0,779	1,108	0	0	0,07	0,469	1,034	1,471	6
Totalt	449	2,342²¹	12,453	0	0	0,058	0,356²²	0,893	2,731	175,62

Fra tabellen ser vi at det det uvektede gjennomsnittet varierer mye fra år til år. Det uvektede gjennomsnittet er lavest i 2010 med verdien 0,532. Det høyeste gjennomsnittet er i 2008 og da utgjør ligningsverdien 7,73 ganger så mye som markedsverdien. År 2008 og 2009 har gjennomsnitt hvor ligningsverdien er vesentlig høyere enn markedsverdien. Disse årene har også høye standardavvik og høye maksverdier, som indikerer at de høye gjennomsnittene er sterkt påvirket av ekstremverdier. Av den grunn virker medianen å være et mer representativt mål på verdsettelsesrabatten. Totalt er medianen 0,356 som tilsier en verdsettelsesrabatt på 64,4 %.

På grunn av den store variasjonen i det uvektede gjennomsnittet ønsker vi å beregne et vektet gjennomsnitt for populasjonen. Resultatet er oppsummert i tabell 5.7 på neste side. I tabellen inkluderer vi Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX). VPFF har sammenlignet omsetningen av aksjer på OTC-listen med verdiutviklingen på OSEBX (VPFF, 2013). VPFF fant at når verdiutviklingen på OSEBX er positiv, øker omsetningen av aksjer på OTC-listen, og motsatt ved negativ verdiutvikling. Det antas derfor å være en klar sammenheng mellom OSEBX og omsetningen av aksjer på OTC-listen. Av den grunn finner vi det hensiktsmessig å inkludere OSEBX i vår tabell, for å illustrere at år-til-år variasjonen ikke er helt tilfeldig.

²¹3,278 dersom vi kun har med siste observasjon av hver bedrift

²²0,300 dersom vi kun har med siste observasjon av hver bedrift

Tabell 5.7: Oversikt over forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi i populasjonen, vektet

År	Selskap	OSEBX	Ligningsverdi	Markedsverdi	Vektet gjennomsnitt	Andel bedrifter med andel over 1
2007	93	491	13 271 928 074	70 060 322 132	0,189	5,4 %
2008	73	225	22 249 117 511	30 926 295 116	0,719	35,6 %
2009	61	372	12 016 837 151	25 121 054 243	0,478	34,4 %
2010	54	440	9 760 867 848	34 649 071 501	0,282	13,0 %
2011	48	385	10 242 739 920	32 697 580 268	0,313	16,7 %
2012	41	444	7 295 274 191	25 761 507 688	0,283	29,3 %
2013	37	548	6 830 374 129	26 452 581 516	0,258	24,3 %
2014	42	576	8 237 514 159	36 561 246 383	0,225	26,2 %
Totalt	449		89 904 652 983	282 229 658 847	0,319²³	22,0 %

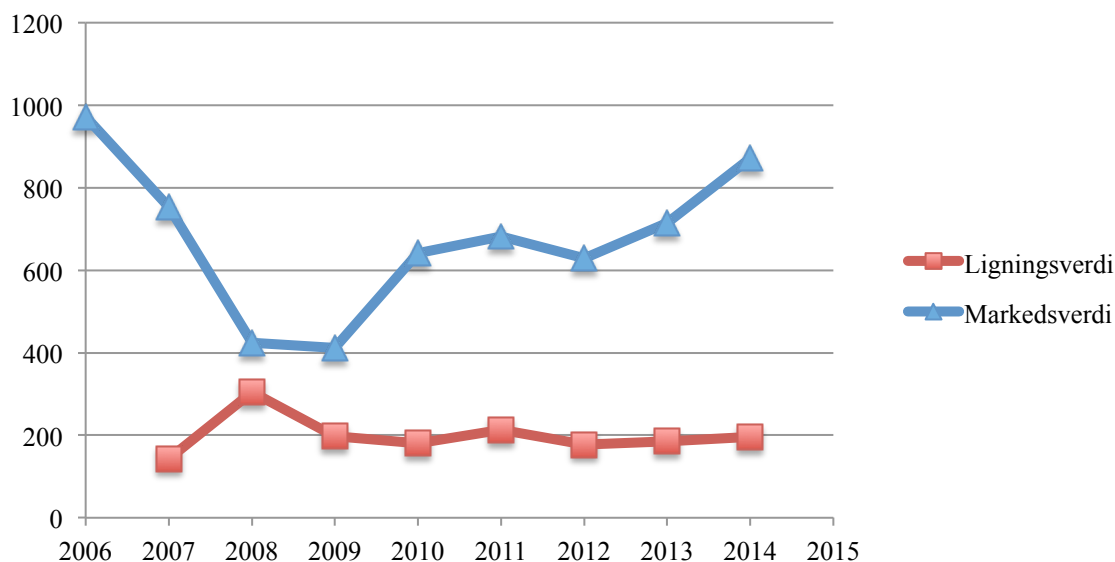
Fra tabell 5.7 ser vi at det er relativt stor variasjon i antall selskaper registrert på OTC-listen fra år til år. I vår populasjon er det flest OTC-selskaper representert i år 2007 (93 selskaper), og færrest i år 2013 (37 selskaper). I kolonnene til ligningsverdi og markedsverdi summerer vi de respektive variablene for det aktuelle året. Det vektete gjennomsnittet beregnes ved å ta summen av ligningsverdi over summen av markedsverdi. I 2014 var det 42 selskaper registrert på OTC-listen. Samlet ligningsverdi for alle selskapene for året var 8,24 milliarder kroner og tilhørende markedsverdi var 36,56 milliarder kroner. Tilhørende vektet gjennomsnitt er da 0,225. Et vektet gjennomsnitt på 22,5 % tilsier at et unotert selskap, verdsatt etter særregelen, har et verdsettelsesgrunnlag på 22,5 % av markedsverdien. For 2014 er dermed verdsettelsesrabatten 77,5 %. Det totale vektete gjennomsnittet er på 0,319. For hele OTC-porteføljen tilsier det at formuesskattgrunnlaget er 31,9 % av det grunnlaget ville vært dersom selskapene var børsnotert. Dette tilsvarer en verdsettelsesrabatt på 68,1 % for unoterte selskaper. Dette gjennomsnittet er relativt nær medianen på 64,4 %.

For å belyse forskjellen i markedsverdi og ligningsverdi ytterligere, inkluderer vi figur 5.4. Figuren viser hvordan gjennomsnittlig markedsverdi og gjennomsnittlig ligningsverdi varierer i løpet av perioden. Differansen mellom grafene representerer gjennomsnittlig verdsettelsesrabatt i millioner kroner. Merk at ligningsverdien fortsatt er lagget med ett år relativt til markedsverdien, jamfør skatteloven §4-12. Vi inkluderer også gjennomsnittlig markedsverdi 31.12 år 2006 i figuren, da denne verdien ville hørt sammen med

²³ 0,346 dersom vi kun har med siste observasjon av hver bedrift

ligningsverdien uten tidslagget i særregelen. På grunn av begrensninger i datasettet fra Skatteetaten har vi ikke ligningsverdi til sammenligning med markedsverdien i 2006.

Figur 5.4: Oversikt over utviklingen av gjennomsnittlig ligningsverdi og markedsverdi over tid (i millioner kroner).



I 2007 var vektet, gjennomsnittlig verdsettelsesrabatt på 81,1%. Fra 2007 til 2008 ser vi at markedsverdien gikk markant ned, og følgelig ble verdsettelsesrabatten redusert til 28,1 %. Dette er det året der andelen selskaper med ligningsverdi høyere enn markedsverdi er størst. Fallet i markedsverdi kan skyldes finanskrisen som førte til en lavkonjunktur i de fleste industrialiserte land høsten 2008. Dette sammenfaller også med at hovedindeksen til Oslo Børs, vist i kolonnen OSEBX-verdiene, var på sitt laveste nivå i 2008. Markedsverdier blir typisk påvirket av lavkonjunkturer, mens bokførte verdier ikke er like sensitive. Dette bekreftes ut ifra tabell 5.7 og figur 5.4.

I tabell 5.7 ser vi at for alle årene er verdien for vektet gjennomsnitt under en. Det vil si at i gjennomsnitt er ligningsverdien lavere enn markedsverdien. Ved å undersøke datasettet har vi imidlertid observert at noen selskaper har en ligningsverdi som er høyere enn markedsverdien. Vi ønsker å kartlegge hvor mange selskaper per år dette gjelder. Resultatet er presentert i kolonnen helt til høyre i tabell 5.7 som viser prosentandelen av selskaper som har ligningsverdi høyere enn markedsverdi per år. Også her er det stor variasjon, og året med størst andel er 2008 med 35,6 %. Det vil si at det er 35,6 % av selskapene som har høyere ligningsverdi enn markedsverdi. Dette sammenfaller med tabell 5.6, som viser at 2008 er det

året med høyest uvektet gjennomsnitt på hele 7,73. Fallet i markedsverdier i 2008 kan som nevnt skyldes finanskrisen. Totalt over alle årene er det 99 observasjoner som har ligningsverdi høyere markedsverdi, som tilsvarer 22,0 % av populasjonen. Det kan tenkes at ligningsverdien er høyere enn markedsverdien fordi det har blitt gjennomført en emisjon i selskapet. Dersom selskapet fikk inn ny kapital på slutten av året kan det ha store kontantbeholdninger, og følgelig høy ligningsverdi. Om kapitalbehovet oppstod fordi selskapet går dårlig vil følgelig markedsverdien være lav.

Ved å se på effekten av særregelen finner vi at unoterte selskaper har en gjennomsnittlig verdsettelsesrabatt på 68,1 %. Hittil har vi sett på særregelen som helhet. Nå ønsker vi å gå mer i detalj på effekten av verdsettelsestidspunkt, isolert sett.

5.2.1 Effekten av ulikt verdsettelsestidspunkt

Som gjennomgått i delkapittel 3.2.1, er det særregler for unoterte aksjer når det gjelder verdsettelsestidspunkt. For selskaper hvor aksjekapitalen i året før ligningsåret er forhøyet eller satt ned ved innbetaling fra eller utbetaling til aksjonærene, legges verdien 1. januar i ligningsåret til grunn ved ligningen (Skatteloven). Det er da mulig for selskapene å påvirke ligningstidspunktet i sin favør ved å øke eller redusere kapitalen. Scheel-utvalget skriver i NOU 2014 kapittel 13 (side 287) at “Reglene om verdsettelsestidspunkt for ikke-børsnoterte aksjer gir rom for skattemessige tilpasninger. Utvalget ber derfor departementet vurdere om verdsettelsestidspunktet for ikke-børsnoterte aksjer bør flyttes til 1. januar i ligningsåret, og om særreglene for nystiftede selskaper bør oppheves”. Begrunnelsen for det ettårige lagget i verdsettelsesdato, er at det hadde vært vanskelig og tidkrevende å produsere finansregnskap så raskt, spesielt for selskaper med kryss-eierskap eller lange eierskapskjeder (Zimmer, 2009). Vi ønsker derfor å undersøke effekten på verdsettelsesrabatten av det ettårige lagget.

For å undersøke effekten av det ettårige laggets påvirkning på verdsettelsesrabatten eliminerer vi det tidligere lagget vi innførte på ligningsverdien. På den måten ser vi om verdsettelsesrabatten endrer seg dersom det er likt verdsettelsestidspunktet for børsnoterte og unoterte selskaper. For å undersøke laggets påvirkning på verdsettelsesrabatten beregner vi forholdet ligningsverdi over markedsverdi som tidligere. Året 2014 faller imidlertid bort på grunn av begrensninger i data over ligningsverdi uten lagget. Det vil være noe færre observasjoner ved elimineringen av lagget. Dette kan blant annet komme av at noen bedrifter

blir børsnotert eller går konkurs i løpet av perioden, og er dermed ikke pålagt å fylle ut formuesberegning i RF-1028 lenger. Dersom for eksempel en bedrift kun var registrert på OTC-listen i år 2008 og 2009, ble den tidligere sammenlignet med ligningsverdi fra år 2007 og 2008. Om denne bedriften blir børsnotert eller går konkurs kan det hende vi ikke har ligningsverdi for år 2009. Eliminering av tidslaget fører dermed til at vi kun kan sammenligne denne bedriftens markedsverdi i år 2008 med ligningsverdien i 2008, mens året 2009 faller bort. Det er derfor en variasjon i selskaper som vi undersøker hvert år i forhold til analysen med tidskorrigerings. Vi sammenligner altså de samme selskapene, men på grunn av elimineringen av lagget mister vi noen observasjoner.

Tabell 5.8: Årlig Ligningsverdi over Markedsverdi, uten tidsforskyvning

År	OSEBX	Selskap	Ligningsverdi (t)	Markedsverdi (t)	Gjennomsnitt vektet
2007	491	91	16 724 065 996	72 675 494 058	0,230
2008	225	71	12 621 182 236	26 313 688 570	0,480
2009	372	57	9 356 428 229	23 872 989 519	0,392
2010	440	51	9 969 117 420	30 465 974 575	0,327
2011	385	43	7 025 783 406	24 667 458 913	0,285
2012	444	41	6 704 050 951	24 686 236 891	0,272
2013	548	37	6 599 198 643	25 923 530 278	0,255
Totalt		391	68 999 826 881	228 605 372 804	0,302

Fra tabellen ser vi at det i 2013 var 37 selskaper registrert på OTC-listen, samlet ligningsverdi for alle selskapene for året var omtrent 6,60 milliarder kroner og tilhørende markedsverdi var 25,92 milliarder kroner. I gjennomsnitt utgjør da ligningsverdi 25,5 % av markedsverdien. Dette betyr at verdsettelsesrabatten for 2013 er 74,5 %. Det vil si at et unotert selskap har et verdsettelsesgrunnlag som er 74,5 % lavere enn dersom selskapet var børsnotert og verdsatt til markedsverdi.

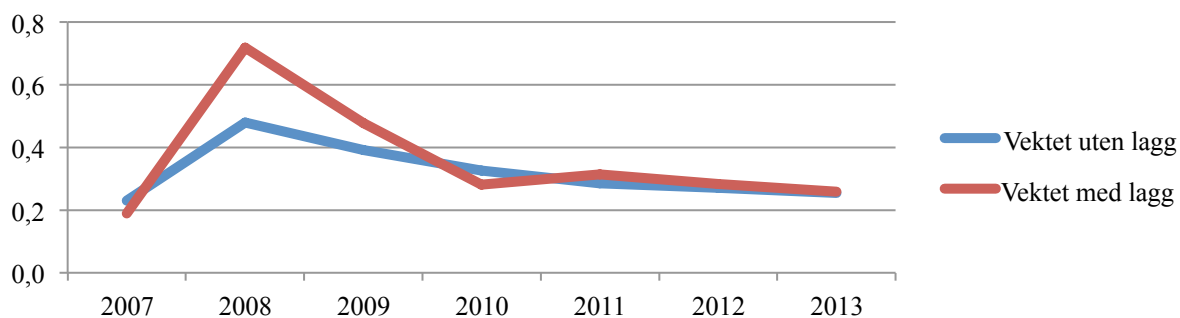
Dersom vi tar utgangspunktet i 2013 ser vi at gjennomsnitt med tidskorrigerings er 0,258²⁴, og uten lag er det 0,255. Det vil si at for år 2013 hadde verdsettelsesrabatten vært 0,3 % høyere dersom verdsettelsesgrunnlaget for ligningsverdien var i samme år som

²⁴ Fra tabell 5.7

markedsverdien. Samlet gjennomsnitt for årene 2007 – 2013 er med og uten tidskorrigerings henholdsvis 0,332²⁵ og 0,302, en differanse på 3 prosentpoeng. Det vil si at verdsettelsesrabatten for unoterte selskaper i snitt ville vært 3 prosentpoeng høyere dersom tidskorrigeringen elimineres.

I figur 5.5 presenteres årlig gjennomsnittlig forhold ligningsverdi over markedsverdi, med og uten tidsforskyvning. Fra figuren ser vi at de to grafene er ganske like med unntak av 2008. I 2008 er vektet gjennomsnitt med lag vesentlig høyere enn vektet gjennomsnitt uten lag. Det kan se ut til at vektet gjennomsnitt uten lag derfor er mer stabilt, og ikke i like stor grad påvirkes av konjunkturmessige svingninger.

Figur 5.5: Årlig gjennomsnittlig ligningsverdi over markedsverdi, med og uten lag



Avslutningsvis kan vi si at verdsettelsesrabatten for unoterte selskaper er noe høyere, i gjennomsnitt 3 prosentpoeng for alle årene, uten tidsforskyvning. Dette er imidlertid en relativt liten differanse. Den største utfordringen med ulikt verdsettelsestidspunkt for unoterte selskaper ser derfor ut til å være at det er mulighet for skattemessige tilpasninger.

Dersom OTC-selskapene var verdsatt etter hovedregelen (markedsverdi) ville skatteprovenyet i 2014 økt med omtrent 280²⁶ millioner kroner, gitt at alle eiere var i formuesskatteposisjon²⁷. Med tanke på at OTC-selskaper kun utgjør en liten del av alle unoterte selskaper i Norge²⁸, tyder dette på at skatteprovenyet fra formuesskatten har stort vekstpotensial. Dersom alle unoterte selskaper var verdsatt nærmere markedsverdi tyder vår analyse på at provenyet har potensial til å øke betraktelig.

²⁵ Fra tabell 5.7, men gjennomsnitt uten år 2014

²⁶ $(36 \text{ mrd} - 8 \text{ mrd}) * 0,01 = 280 \text{ mill}$

²⁷ For oversikt over bunnfradrag og satser, se tabell 3.1

²⁸ I 2014 var det 55 OTC-selskaper og totalt 260.000 aksjeselskaper i Norge

Oppsummering første problemstilling

Vi kan slå fast at markedsverdien for en bedrift i populasjonen i gjennomsnitt er større enn ligningsverdien, og at det dermed er en betydelig verdsettelsesrabatt for et selskap dersom det er verdsatt etter særregelen kontra hovedregelen. Vår analyse viser at verdsettelsesrabatten for OTC-selskapene i populasjonen i gjennomsnitt er 68,1 %. Etter analyse av det ettårige lagget, ser vi at særregelen for verdsettelsestidspunkt i snitt øker verdsettelsesrabatten med 3 prosentpoeng.

5.3 Hva kjennetegner selskaper med høy verdsettelsesrabatt?

Vi har hittil i analysen funnet at gjennomsnittlig verdsettelsesrabatt til et OTC-selskap er 68,1 %. Formuesskatten, slik den er i dag, gir insentiv til å endre sammensetningen av sparingen (NOU 2014:13). Som tidligere nevnt blir finansformue, som bankinnskudd og børsnoterte aksjer, verdsettes til markedsverdi. Fast eiendom er betydelig lavere verdsatt, og immaterielle eiendeler er helt unntatt fra formuesskatt. Dette kan gi nordmenn insentiver til å vri sparingen mot blant annet eiendom og immaterielle eiendeler. Gjeld er i tillegg verdsatt til full verdi, noe som gjør at personer som betaler formuesskatt kan redusere sin skattepliktige nettoformue ved å gjeldsfinansiere investeringer i objekter som er lavt verdsatt. Nå ønsker vi å se nærmere på selskapene med høy verdsettelsesrabatt for å se om det er ulike karakteristikk som øker eller reduserer verdsettelsesrabatten. Innledningsvis gjennomfører vi regresjoner for å se hva som kan forklare variasjonen i verdsettelsesrabatten.

5.3.1 Regresjonsanalyse

For å se på hva som påvirker størrelsen på verdsettelsesrabatten gjennomfører vi en regresjon med differansen mellom markedsverdi og ligningsverdi som avhengig variabel. *Differansen* representerer således verdsettelsesrabatten i kroner. Vi inkluderer flere uavhengige variabler for å få frem hva som kan forklare verdsettelsesrabatten.

Vi inkluderer både *Langsiktig*- og *Kortsiktig gjeld* for å kontrollere for finansieringen til selskapene. Vi er spesielt interessert i gjelden til selskapene da gjeld trekkes fra bruttoformuen, og på den måten reduserer skattemessig formue. *Årsresultat* inkluderes for å

kontrollere for lønnsomhet. Vi ønsker også å kontrollere for antall år selskapene har eksistert, og inkluderer derfor dummyvariabelen *Alder*. Dummyvariabelen er lik en dersom selskapet er yngre enn fem år, og eldre enn fem år er dermed referansevariabelen. Størrelsen på selskapene kontrolleres for ved å inkludere *Lønnskostnader*. Antall ansatte tenkes å være et bedre estimat, men i vår populasjon mangler relativt mange selskaper denne variabelen. Lønnskostnader inkluderes derfor som en proxy på størrelse til bedriftene. Vi inkluderer også eiendelsgruppene presentert i delkapittel 3.1.2²⁹. For å justere for industrispesifikke effekter inkluderes dummyer til næringene, med næringen ”Jordbruk, skogbruk og fiske” som referansenæring. For å justere for tidsspesifikke effekter som konjunkturrelle endringer, har vi inkludert tidsdummyer med 2007 som referanseår.

Vi kontrollerer for heteroskedastisitet med robuste standardavvik. Da enkelte selskaper har observasjoner i flere år, og selskapene tenkes å ha faste foretaksspesifikke komponenter, er det mulig at feilleddene bryter antakelsen om uavhengige feilledd. For OLS-modellen blir dette unngått ved å ”clustre” bedriftene. Da blir signifikansnivåene justert for at feilleddene til samme selskap er korrelert over tid. I tillegg til OLS-regresjon vil vi derfor gjennomføre regresjon med random effekt (RE). RE-regresjonen tar hensyn til at feilleddet i regresjonen har en foretaksspesifikk komponent som ligger fast år til år også når koeffisientene estimeres. Intuisjonen bak denne estimeringsmetoden er at den tar hensyn til at datasettet er ubalansert ved å vekte observasjonene ulikt. Dersom man har mange observasjoner fra et selskap vil en observasjon fra disse selskapene vektes ned, sammenlignet med selskaper med kun én observasjon. RE-regresjonen utnytter derfor i større grad ny informasjon i selskaper med færre observasjoner enn OLS-regresjonen.

I tabell 5.9 på neste side presenteres resultatet fra regresjonsanalysen. Resultatet fra den lineære funksjonsformen vises i kolonne (1) og (2) for henholdsvis OLS- og RE-regresjon. I kolonne (3) og (4) er resultatet fra tilsvarende regresjon med log-transformerte variabler. Dummyvariabelen *Alder* log-transformeres imidlertid ikke. Heller ikke tids- og næringsdummyene er log-transformerte. Når vi log-transformerer en negativ verdi får vi ingen verdi. Vi setter disse lik null slik at disse observasjonene også inkluderes i regresjonen.

²⁹ Se Appendiks A: Balanse fra Næringsoppgave 2

Tabell 5.9: Regresjon med *Differanse* og logaritmen av *Differanse* som avhengig variabel.

VARIABLER	Differanse		Log Differanse	
	(1) OLS	(2) RE	(3) OLS	(4) RE
Langsiktig gjeld	0.738** (0.284)	0,371 (0.415)	0,0358 (0.0561)	0,0178 (0.0517)
Kortsiktig gjeld	0.954** (0.463)	0,189 (0.615)	0,0465 (0.145)	-0,0271 (0.134)
Årsresultat	0,283 (0.332)	0,267 (0.245)	0.167** (0.0650)	0.147** (0.0589)
Lønnskostnad	1.563* (0.895)	2,164 (2.082)	0,0235 (0.0799)	0,00451 (0.0701)
Immaterielle eiendeler	-1,492 (4.707)	1,129 (4.611)	0,0965 (0.0657)	0.136** (0.0626)
Fast eiendom	1.486*** (0.520)	1.069** (0.435)	-0,0243 (0.0915)	0,0334 (0.0850)
Driftsløsøre	-0.405** (0.183)	-0,357 (0.271)	0,0213 (0.0872)	-0,00873 (0.0869)
Finansielle anleggsmidler	0.611*** (0.182)	0,287 (0.297)	-0,00973 (0.0721)	-0,0356 (0.0630)
Varelager	-10.02*** (2.409)	-5,414 (3.970)	0,000636 (0.0982)	-0,000971 (0.0976)
Fordringer	-0,311 (0.474)	-0,359 (0.695)	0,148 (0.133)	0,0404 (0.119)
Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd	-0.791* (0.400)	-0,323 (0.380)	-0.309** (0.134)	-0,158 (0.119)
Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler	-0.834* (0.428)	0,178 (0.612)	-0,0101 (0.128)	-0,0424 (0.144)
Alder	-3.934e+08*** (1.427e+08)	-1.696e+08* (9.628e+07)	-2.972** (1.174)	-2.314** (1.138)
År 2008	-7.654e+08*** (1.725e+08)	-5.042e+08*** (1.491e+08)	-5.850*** (1.034)	-5.643*** (0.982)
År 2009	-6.929e+08*** (1.598e+08)	-4.708e+08*** (1.248e+08)	-6.525*** (1.159)	-6.015*** (1.153)
År 2010	-5.311e+08*** (1.223e+08)	-3.093e+08*** (1.085e+08)	-2.817*** (0.976)	-2.481*** (0.930)
År 2011	-5.094e+08*** (1.360e+08)	-3.491e+08** (1.381e+08)	-4.424*** (1.203)	-4.060*** (1.206)
År 2012	-5.382e+08*** (1.599e+08)	-3.965e+08** (1.614e+08)	-6.634*** (1.590)	-6.229*** (1.530)
År 2013	-5.872e+08*** (1.472e+08)	-3.901e+08** (1.568e+08)	-6.463*** (1.614)	-5.427*** (1.605)
År 2014	-4.418e+08*** (1.577e+08)	-2.964e+08* (1.529e+08)	-5.933*** (1.465)	-5.638*** (1.352)
Bergverksdrift og	6.310e+07	1.986e+08	-1,173	-1,299

utvinning	(1.521e+08)	(1.725e+08)	(2.636)	(2.522)
Industri	2.318e+08	2.204e+08	-0,78	-1,491
	(1.482e+08)	(1.699e+08)	(2.420)	(2.291)
Varehandel, reparasjon	-1.602e+08	-2.297e+08	-1,076	-1,101
motorvogner	(2.520e+08)	(3.845e+08)	(2.042)	(1.868)
Transport og lagring	2.319e+08	4.128e+08**	2,148	1,128
	(1.771e+08)	(1.796e+08)	(2.759)	(2.661)
Informasjon og	3.265e+06	3.394e+07	-0,442	-0,691
kommunikasjon	(1.074e+08)	(1.227e+08)	(2.184)	(2.093)
Finansierings- og	3.859e+08**	3.713e+08	0,926	-0,263
forsikringsvirksomhet	(1.948e+08)	(2.681e+08)	(2.594)	(2.694)
Omsetning og drift fast	1.094e+09*	1.685e+09**	2,954	1,799
eiendom	(6.538e+08)	(7.701e+08)	(3.044)	(2.942)
Faglig, vitenskapelig	2.499e+08*	2.559e+08**	3,243	3,009
og teknisk tjenesteyting	(1.444e+08)	(1.162e+08)	(2.873)	(2.580)
Forretningsmessig	7.368e+07	3.639e+08	-1,279	-1,926
tjenesteyting	(1.841e+08)	(2.600e+08)	(2.188)	(2.081)
Konstant	5.187e+08***	3.560e+08**	18.57***	19.76***
	(1.560e+08)	(1.484e+08)	(3.433)	(2.736)
Observasjoner	445	445	445	445
R ²	0,705	0,628	0,214	0,2
Antall selskap		130		130

Standardavvik i parentes (* p<0,05, ** p < 0,01, *** p<0,001)

Ved tolkning av koeffisienten til variablene antar vi at alt annet er likt. I regresjon (1), den lineære regresjonen med OLS-modellen, er forklaringsgraden 0,705. Det vil si at modellen forklarer 70,5 % av variasjonen i verdsettelsesrabatten. Både langsiktig og kortsiktig gjeld har positive koeffisienter, og det vil si at dersom gjelden øker med 1 krone vil verdsettelsesrabatten øke med henholdsvis 0,738 kroner og 0,954 kroner. Begge er signifikante på 1 % nivå. Videre i analysen vil vi sette en grense på 5 % signifikansnivå, slik at vi med 5 % sannsynlighet aksepterer å forkaste nullhypotesen til tross for at denne er sann. Vi omtaler altså variabler på minst 5 % signifikansnivå som signifikante. *Lønnskostnad* og *Alder* er signifikante. *Lønnskostnad* har positiv koeffisient og tilsier at dersom *lønnskostnad* øker med 1 krone vil verdsettelsesrabatten øke med 1,563 kroner. For *alder* er imidlertid sammenhengen negativ og tilsier at verdsettelsesrabatten til selskaper yngre enn 5 år er signifikant lavere enn selskaper som er eldre enn 5 år. Av eiendelsgruppene er det *Fast eiendom*, *Driftsløsøre*, *Finansielle anleggsmidler*, *Varelager*, *Markedsbaserte investeringer* og *bankinnskudd* og *Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler* som er signifikante. *Fast eiendom* og *Finansielle anleggsmidler* har positiv koeffisient. Det tilsier at hvis *Fast eiendom* øker med 1 krone vil verdsettelsesrabatten øke med 1,486 kroner. Dersom

Finansielle eiendeler øker med 1 krone vil verdsettelsesrabatten øke med 0,611 kroner. For *Driftsløsøre, Varelager, Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd* og *Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler* er koeffisientene henholdsvis -0,405; -10,02; -0,791 og -0,834. Tolkningen er at hvis eiendelsgruppen øker med 1 krone vil verdsettelsesrabatten reduseres med antall kroner tilsvarende verdien til koeffisienten. Eksempelvis vil det for *Driftsløsøre* si at dersom *Driftsløsøre* øker med 1 krone, vil verdsettelsesrabatten reduseres med 0,405 kroner. Alle tidsdummyene er signifikante og negative, og tilsier at alle årene har signifikant lavere verdsettelsesrabatt enn referanseåret 2007. Selskaper innen næringene *Finansierings- og forsikringsvirksomhet, Omsetning og drift fast eiendom* og *Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting* har signifikant høyere verdsettelsesrabatt enn selskaper innen referansenæringen *Jordbruk, skogbruk og fiske*.

I regresjon (2), Random-effekt regresjonen med lineære variabler, er forklaringsgraden 0,628. Det vil si at modellen forklarer 62,8 % av variasjonen i verdsettelsesrabatten. Av eiendelsgrupper er det kun *Fast eiendom* som er signifikant. Det vil si at dersom *Fast eiendom* øker med 1 krone vil verdsettelsesrabatten øke med 1,069 kroner. Koeffisienten til *Alder* er negativ og signifikant, og tilsier at verdsettelsesrabatten til selskaper yngre enn 5 år er signifikant lavere sammenlignet med selskaper som er eldre enn 5 år. Alle tidsdummyene er signifikante og negative, og tilsier at alle årene har signifikant lavere verdsettelsesrabatt enn i referanseåret 2007. Nå er imidlertid næringene *Transport og lagring, Omsetning og drift av fast eiendom* og *Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting* signifikant forskjellig fra næringen *Jordbruk, skogbruk og fiske*.

I regresjon (3), OLS-regresjon med log-transformerte variabler, er forklaringsgraden 0,214. Det vil si at denne modellen kun forklarer 21,4 % av variasjonen i verdsettelsesrabatten. Siden begge variablene er log-transformerte tolkes koeffisientene som elastisiteter. For modellen er *Årsresultat, Alder* og *Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd* signifikante. Koeffisienten til *Årsresultat* er positiv, og vil si at dersom årsresultatet øker med 1 prosentpoeng vil verdsettelsesrabatten øke med 0,167 %. *Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd* er negativ, og vil si at dersom *Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd* øker med 1 prosentpoeng vil verdsettelsesrabatten reduseres med 0,309 %. Koeffisienten til *Alder* er negativ og signifikant, og tilsier at selskap yngre enn 5 år har signifikant mindre verdsettelsesrabatt sammenlignet med selskap som er eldre enn 5 år. Alle

tidsdummyene er fortsatt signifikante og negative, og tilsier at alle årene har signifikant lavere verdsettelsesrabatt enn referanseåret 2007.

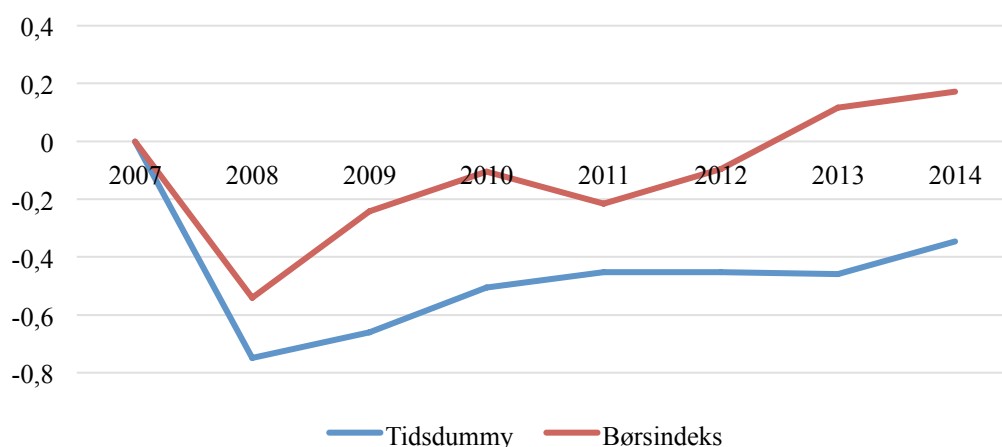
I RE-regresjonen med log-transformerte variabler, kolonne (4), forklarer regresjonen 20,0% av variasjonen i verdsettelsesrabatten. I likhet med OLS med log-transformerte variabler er *Årsresultat* og *Alder* signifikante, men i tillegg er nå *Immaterielle eiendeler* også signifikant. Det vil si at dersom årsresultatet øker med 1 prosentpoeng vil verdsettelsesrabatten øke med 0,147 %. 1 prosentpoeng økning i *Immaterielle eiendeler* vil føre til at verdsettelsesrabatten øker med 0,136 %. Koeffisienten til *Alder* er negativ og har samme tolkning som tidligere. Alle tidsdummyene er signifikante og negative, og tilsier at alle årene har signifikant lavere verdsettelsesrabatt enn 2007.

Generelt ser vi at alle tidsdummyene er negative og signifikante. Det ser derfor ut til at 2007 var et godt år i forhold til de resterende årene. I tillegg ser vi i tabell 5.7 at 2008 ser ut til å være et unormalt dårlig år. For å kontrollere hvor mye regresjonen påvirkes av disse årene, gjennomfører vi tilsvarende regresjon hvor vi eliminerer 2007 og 2008³⁰. Fra regresjonen ser vi at de inkluderte årene nå får positive koeffisienter, og at noen av årene er signifikant forskjellig fra 2009. Videre er det noe avvik sammenlignet med regresjonen som inkluderer alle årene, men alt i alt ser det ut til at regresjonen gir tilsvarende resultat. Det er derfor rimelig å anta at årene 2007 og 2008 vil ha liten innvirkning på regresjonen. Følgelig bruker vi regresjonen i tabell 5.9 videre.

Avslutningsvis ønsker vi å utforske sammenhengen mellom tidsdummyene og børsindeksen. Vi presenterer derfor en oversikt over børsindeksen og verdiene til koeffisientene til tidsdummyene fra den lineære OLS-regresjonen. Børsindeksen er satt til 0 i 2007 for å gi et riktig bilde i forhold til tidsdummyene som implisitt er normalisert til null i 2007. I henhold til figur 5.6 ser vi at variablene korrelerer, og vi inkluderer derfor kun tidsdummyer for å kontrollere for tidsspesifikke effekter.

³⁰ Se appendiks B: Robusthetssjekk for *Differanse*

Figur 5.6: Korrelasjon tidsdummyer og børsindeks



Oppsummering av regresjonsanalysen

Fra regresjonen kan vi se at kortsiktig og langsiktig gjeld har positiv sammenheng med den avhengige variabelen. Det er derfor trolig at økt gjeld fører til økt verdsettelsesrabatt. Dette kan virke plausibelt da økt gjeld fører til at nettoformuen reduseres, og resultatet blir dermed en høyere verdsettelsesrabatt. Samtidig kan høyere gjeld også redusere markedsverdien. Det kan også virke som at selskaper med høy gjeld finansierer eiendeler som har høyere markedsverdi enn ligningsverdi, for eksempel immaterielle eiendeler som ikke medregnes i ligningsverdien. Resultatet er imidlertid kun signifikant i den lineære OLS-regresjonen, og vi konkluderer derfor med at gjeld trolig har påvirkning på verdsettelsesrabatten.

Videre indikerer resultatet til variabelen *Årsresultat* at selskaper med god lønnsomhet har større verdsettelsesrabatt. Dette virker rimelig da et lønnsomt selskap blir mer attraktivt for investorer, som gjenspeiles i en økt markedsverdi og følgelig en større verdsettelsesrabatt.

Variabelen som viser alderen til selskapene indikerer at eldre selskaper har større verdsettelsesrabatt. Det kan tenkes at eldre bedrifter har lavere ligningsverdi da bokførte eiendeler vil avskrives over tid, og etter hvert være helt regnskapsmessig avskrevet. Samtidig er det tenkelig at etablerte aktører som har eksistert over lang tid vil være attraktive og solide aktører, og derfor har høyere markedsverdi. Det er derfor trolig at verdsettelsesrabatten øker over tid.

Lønnskostnad har positiv sammenheng med verdsettelsesrabatten, og det indikerer at større selskaper har en tendens til å ha høyere verdsettelsesrabatt. Dette er imidlertid kun signifikant i OLS-regresjonen med lineære variabler. Ut ifra regresjonsanalysen kan det

dermed konkluderes med at større selskaper har potensiale for å ha en større verdsettelsesrabatt.

Immaterielle eiendeler ser ut til å ha en positiv sammenheng, men er imidlertid kun signifikant i RE-modellen med log-transformerte variabler. I og med at verdsettelsesreglene for unoterte selskaper ekskluderer immaterielle eiendeler i beregningen av ligningsverdi, virker denne positive sammenhengen rimelig. Dette gjelder også fast eiendom, som settes lavere enn omsetningsverdien. Fast eiendom er kun signifikant med lineære variabler. Det forventes at selskaper med en balanse med stort innslag av immaterielle eiendeler og fast eiendom, har en høy verdsettelsesrabatt. Vi kan imidlertid kun konkludere med at det synes som at selskaper med høy andel immaterielle eiendeler og fast eiendom har potensial til å ha høyere verdsettelsesrabatt

Eiendeler som lignes til full verdi er rimelig at har negativ sammenheng med verdsettelsesrabatten. Dette bekreftes av regresjonen hvor eiendelsgruppene driftsløsøre, varelager og markedsbaserte investeringer og bankinnskudd har negativ sammenheng med verdsettelsesrabatten. En forklaring på at ligningsverdien noen ganger er høyere enn markedsverdien er at det som tidligere nevnt har blitt gjennomført emisjon i selskapet. Dersom selskapet får inn kapitalen ved årets slutt, vil de sitte med store kontantbeholdninger. Dersom selskapene går dårlig vil også markedsverdien være lav. For å kontrollere for kapitalemisjon, har vi gjennomført en ny regresjon. I den nye regresjonen inkluderte vi i tillegg en dummyvariabel på om antall aksjer hadde endret seg fra foregående år. Det viste seg imidlertid at dette ikke ga utslag. Årsaken kan være at vi gjennom eiendelsgruppen *Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd* allerede fanger opp effekten av kontantinnskuddene.

For tidsdummyene er alle årene negative og signifikant forskjellig fra referanseåret, 2007. Dette tyder på at 2007 var et år med høy verdsettelsesrabatt. Dette bekreftes fra tabell 5.7 som viser at 2007 var det året med høyest verdsettelsesrabatt.

Næringene "Omsetning og drift av fast eiendom" og "Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting" ser ut til å ha positiv, signifikant påvirkning på verdsettelsesrabatten i forhold til "Jordbruk, skogbruk og fiske". Dette virker plausibelt da selskaper innen disse næringene tenkes å ha eiendeler som verdsettes lavere enn markedsverdi.

5.3.2 Forskjell mellom selskaper med høy og lav verdsettelsesrabatt

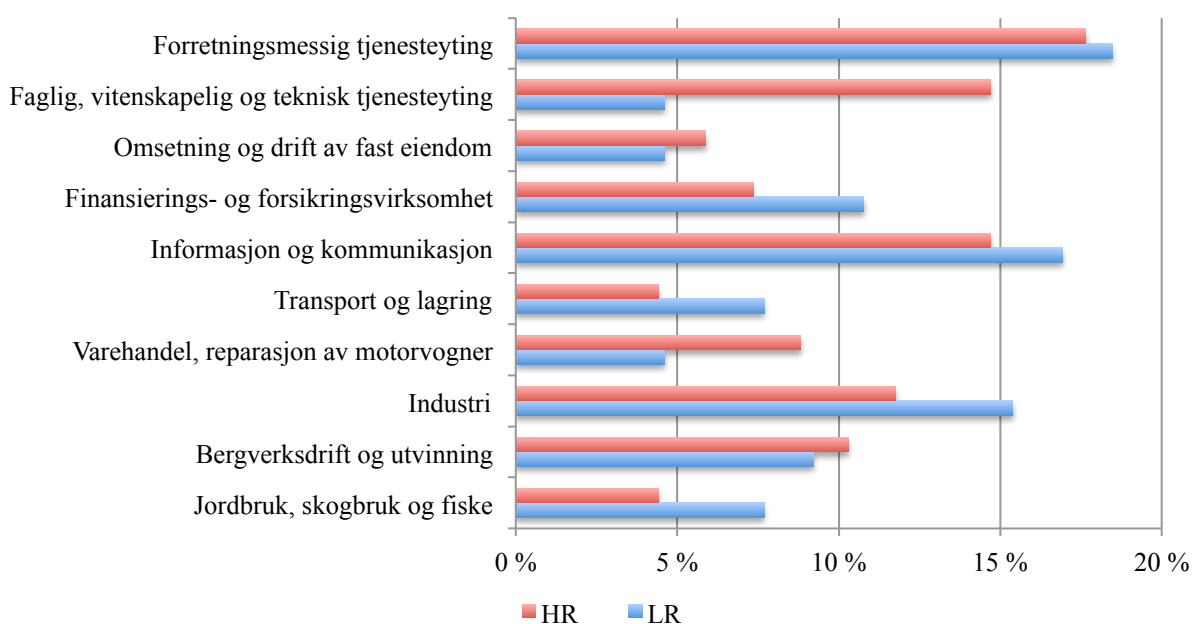
verdsettelsesrabatt

Med utgangspunkt i resultatet fra regresjonen ønsker vi å undersøke nærmere hva som kjennetegner bedriftene med høy og lav verdsettelsesrabatt. Vi deler populasjonen inn i to grupper med henholdsvis høy og lav verdsettelsesrabatt. Det vektete gjennomsnittet på verdsettelsesrabatten, 68,1 %, benyttes som grense på om verdsettelsesrabatten kan sies å være høy eller lav i vår populasjon. Selskaper under eller lik snittet definerer vi som selskaper med lav verdsettelsesrabatt (LR-selskaper), og dette utgjør 65 selskaper. Selskaper som har en verdsettelsesrabatt over snittet vil vi definere som selskaper med høy verdsettelsesrabatt (HR-selskaper), og denne gruppen utgjør 68 selskaper.

Næring

For å undersøke nærmere om næring har betydning for verdsettelsesrabatten, inkluderer vi en oversikt over andel bedrifter i hver næring hos HR- og LR-selskapene. Hver bedrift er representert med verdier fra det siste året selskapet var registrert på OTC-listen. For HR-selskapene er det spesielt næringene ”Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting”, ”Omsetning og drift av fast eiendom” og ”Varehandel, reparasjon av motorvogner” som har en større prosentandel selskaper, sammenlignet med LR-selskapene. LR-selskapene har en større prosentandel i ”Finansierings- og forsikringsvirksomhet”, ”Industri” og ”Jordbruk, skogbruk og fiske” enn HR-selskapene.

Figur 5.6 Oversikt over næringer, LR- og HR- selskaper

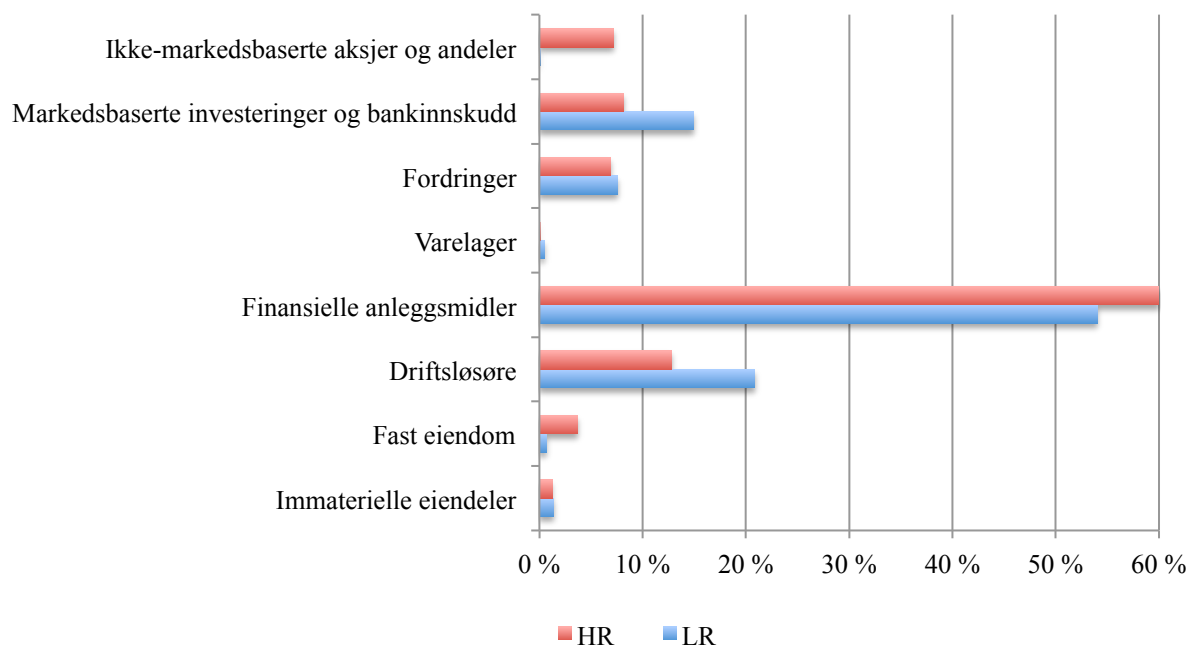


Næringene kan videre klassifiseres som kapitalintensive eller arbeidsintensive, avhengig av om henholdsvis realkapitalbeholdningen eller arbeidskraft er den dominerende innsatsfaktoren i produksjonen (St.meld. nr 41 (1998)). Et eksempel på kapitalintensiv næring er industri, mens en arbeidsintensiv næring er forretningsmessig tjenesteyting. Det er nærliggende å tro at de kapitalintensive næringene er mest utsatt for konsekvenser av formuesskatten da de har større realkapitalbeholdning per definisjon, samt at midlene oftere er bundet opp i selskapet gjennom produksjonsutstyr og andre eiendeler. Det er derfor forventet at LR-selskapene har størst andel i kapitalintensive næringer som "Industri" og "Jordbruk, skogbruk og fiske". Slike næringer vil kunne tenkes å ha høyere ligningsverdi enn arbeidsintensive bransjer da de har en stor andel av eiendeler som verdsettes til omsetningsverdi i forbindelse med beregning av formuesskatten. Følgelig vil de ha en lavere verdsettelsesrabatt. Videre er det forventet at HR-selskaper i stor grad vil være i arbeidsintensive næringer som "Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting". Eiendeler som typisk inngår i arbeidsintensive næringer, for eksempel immaterielle eiendeler og patenter, skal ikke tas med ved beregning av ligningsverdien. Derfor er det rimelig å anta at selskaper som har slike eiendeler, også vil ha høyere verdsettelsesrabatt.

Eiendeler

I henhold til delkapittel 3.1.2 er det mange regler og unntak når det gjelder verdsettelse av eiendeler. Kort oppsummert vil immaterielle eiendeler unntas og fast eiendom verdsettes vesentlig lavere enn omsetningsverdien. Videre verdsettes finansielle eiendeler enten ved markedskursen dersom selskapene er børsnotert, eller ligningsverdien til selskapet dersom det er unotert. Varelager og fordringer verdsettes til omsetningsverdi. Fra figur 5.7 på neste side ser vi at HR-selskapene har høyere andel av "Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler", "Finansielle anleggsmidler" og "Fast eiendom" sammenlignet med selskapene med lav verdsettelsesrabatt. Dette virker rimelig da disse eiendelene typisk blir verdsatt lavere enn markedsverdien, og følgelig får en lavere verdsettelsesrabatt. LR-selskapene har høy andel av "Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd" og "Driftsløsøre" sammenlignet med HR-selskapene. Disse eiendelene verdsettes til pålydende eller regnskapsmessig verdi som kan føre til høyere ligningsverdi.

Figur 5.7: Oversikt over gjennomsnittlig eiendelsfordeling, LR- og HR-selskaper



Gjeldsgrad

I henhold til Skatteloven gis det fradrag for gjeld ved beregning av ligningsverdien. Høy gjeldsfinansiering kan derfor redusere skattepliktig formue, og gi økt verdsettelsesrabatt. Vi ønsker å se om det er tilfelle at HR-selskaper kan sies å ha høyere gjeld enn LR-selskapene. Av den grunn inkluderer vi fordeling av gjeldsgrad i de ulike gruppene. Hvert selskap er representert med verdier fra det siste året selskapet var registrert på OTC-listen. Vi vil fokusere på median istedenfor uvektet gjennomsnitt da ekstremverdier vil gjøre gjennomsnittet noe skjevt. Fra tabell 5.10 ser vi at medianen for HR-selskapene er 0,59, og det vil si at gjelden utgjør 59 % av egenkapitalen. Til sammenligning har LR-selskapene en gjeldsgrad på 0,36. Det vil si at selskapene i HR-populasjonen kan sies å ha høyere gjeldsgrad enn LR-selskapene.

Tabell 5.10: Oversikt over gjeldsgraden, HR- og LR-selskapene

	HR	LR
Min	-21,11	0,00
10	-1,96	0,01
25	0,10	0,12
50	0,59	0,36
75	1,99	1,12
90	5,74	2,18
Max	69,62	12,35
Gjennomsnitt	3,27	0,94
Standardavvik	12,40	1,76

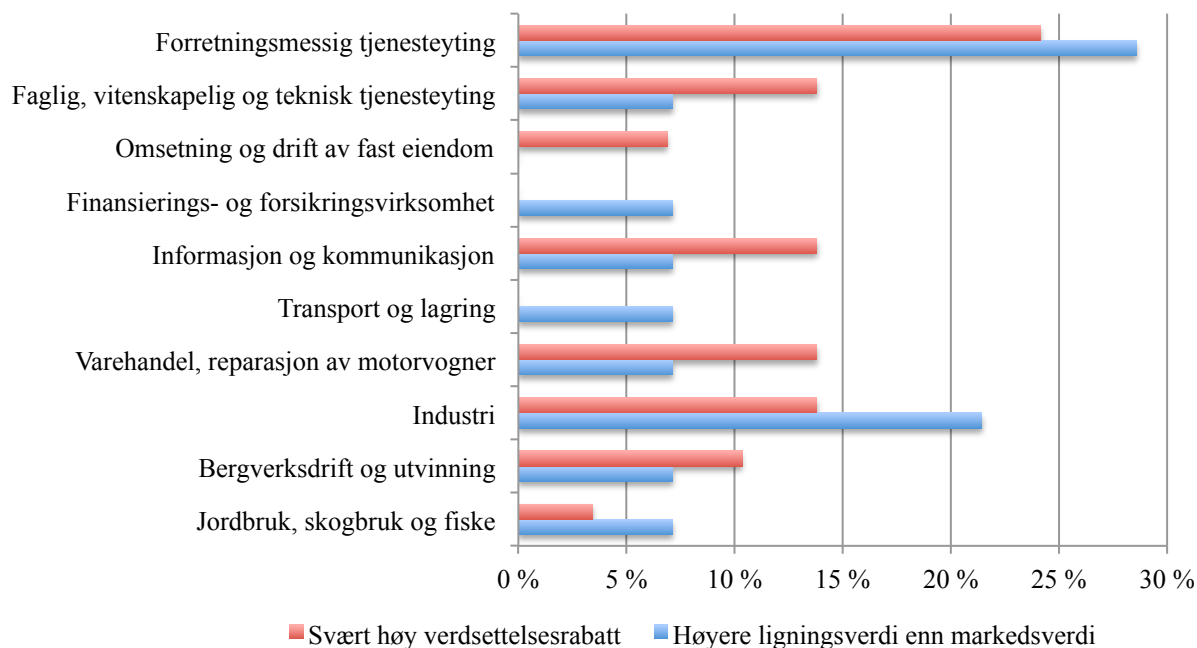
Oppsummert ser vi at det er forskjeller i hvilke næringer HR- og LR-selskapene er fordelt i. Gjennomgående ser vi at HR-selskapene er mer representert i arbeidsintensive næringer. Tilsvarende er andelen til LR-selskapene høyere i typiske kapitalintensive næringer. HR-selskapene har i større grad eiendeler med lavt verdsettelsesgrunnlag sammenlignet med LR-selskapene. HR-selskapene kan også sies å ha gjennomgående høyere gjeldsgrad enn LR-selskapene. Forskjellene mellom HR- og LR-selskapene er imidlertid ikke åpenbar, spesielt ikke når det gjelder næringer og eiendeler. For å underbygge funnene ønsker vi derfor å sammenligne selskaper med svært høy verdsettelsesrabatt med selskaper med høyere ligningsverdi enn markedsverdi.

5.3.3 Selskaper med svært høy verdsettelsesrabatt og selskaper med høyere ligningsverdi enn markedsverdi

For å skille ut selskapene med svært høy verdsettelsesrabatt bruker vi 10-persentilen. Fra tabell 5.6 ser vi at disse har en verdi på 0, som tilsvarer en verdsettelsesrabatt lik og over 100 %. Totalt over alle årene består denne gruppen av 29 bedrifter (alle representert ved siste observasjon på OTC-listen). I analysen inkluderer vi også 90-persentilen. 90-persentilen har verdien 2,73, det vil si at ligningsverdi er 2,73 ganger høyere enn markedsverdien, og verdsettelsesrabatten er dermed negativ. Med andre ord er verdsettelsesgrunnlaget høyere med særregelen enn med hovedregelen for disse selskapene. Denne gruppen kjennetegnes av bedrifter med svært høye ligningsverdier i forhold til markedsverdier, og utgjør mange av maksverdiene i tabell 5.6. Totalt over alle årene består denne gruppen av 14 bedrifter. Vi ønsker å se hva som kjennetegner disse.

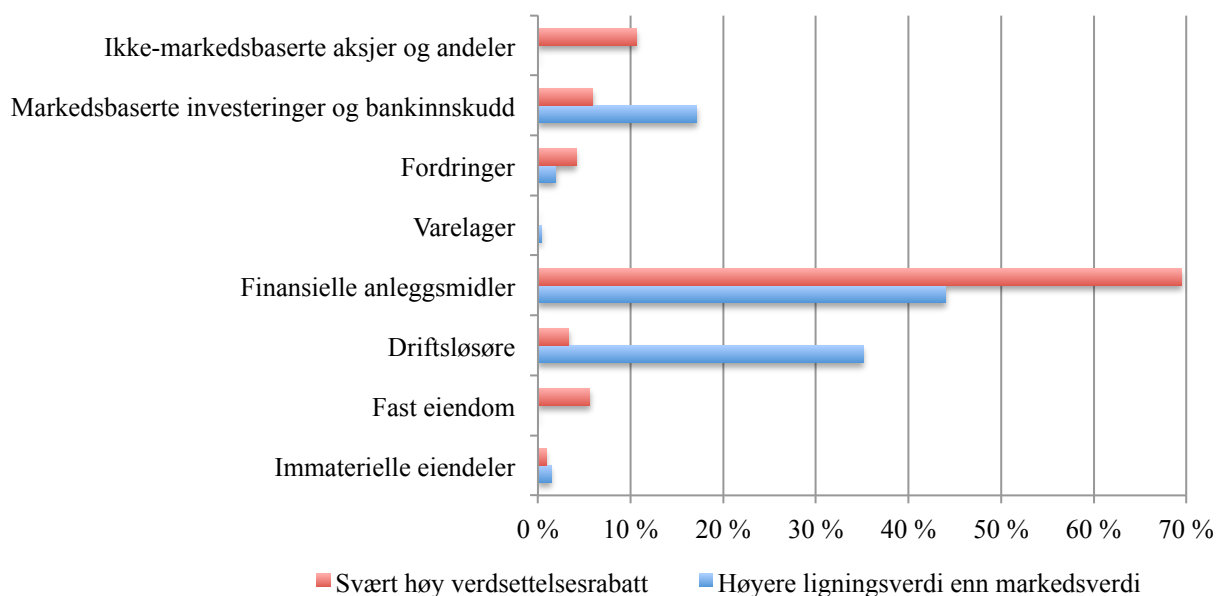
Fordeling av bedriftene per næring presenteres i figur 5.8. på neste side. Fra figuren ser vi at selskapene med svært høy verdsettelsesrabatt er mer representert i næringene ”Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting”, ”Omsetning og drift av fast eiendom” og ”Varehandel, reparasjon av motorvogner” enn selskapene med høyere ligningsverdi enn markedsverdi. For selskapene med høyere ligningsverdi enn markedsverdi, er det spesielt næringene ”Finansierings- og forsikringsvirksomhet”, ”Transport og lagring” og ”Industri” som har større andel enn HR-selskapene.

Figur 5.8: Oversikt over næringer i de respektive gruppene



Nå ønsker vi å se på hvordan eiendelene kan sies å variere mellom gruppene. Fra figur 5.9 ser vi at eiendelsgruppene "Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler", "Fordringer", "Finansielle anleggsmidler" og "Fast eiendom" er større for selskapene med svært høy verdsettelsesrabatt enn for selskapene med svært høy ligningsverdi i forhold til markedsverdi. "Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd" og "Driftsløsøre" er eiendelsgrupper som er større i selskapene med lavest verdsettelsesrabatt.

Figur 5.9: Oversikt over gjennomsnittlig eiendelsfordeling i de respektive gruppene



Vi ønsker videre å undersøke gjeldsgraden. Som tidligere fokuserer vi på medianen, og finner at de selskapene med svært høy verdsettelsesrabatt har en gjeldsgrad på 0,74, mens selskapene med høyere ligningsverdi enn markedsverdi har en gjeldsgrad som er betydelig lavere og på 0,34.

Tabell 5.10: Oversikt over gjeldsgrad

		Svært høy verdsettelsesrabatt	Høyere ligningsverdi enn markedsverdi
Persentiler	Min	-21,11	0,00
	10	-4,02	0,01
	25	-1,34	0,16
	50	0,74	0,34
	75	1,99	1,10
	90	5,75	2,22
	Max	13,67	12,35
Deskriptiv statistikk	Gjennomsnitt	0,36	1,44
	Standardavvik	5,43	3,21

Oppsummering andre problemstilling

Gjennom regresjonsanalysen fant vi at blant annet alder, årsresultat og størrelse vil ha positiv sammenheng med verdsettelsesrabatten. Også eiendelsgrupper som immaterielle eiendeler og eiendom har positiv sammenheng. I samsvar med verdsettelsesreglene virker dette rimelig da lavt verdsatte eiendeler fører til lavere ligningsverdi. På den andre siden har eiendelsgrupper som bankinnskudd og driftsløse negativ sammenheng. Selskaper som har stor andel av disse eiendelsgruppene vil derfor tenkes å ha en lavere verdsettelsesrabatt.

Når vi deler populasjonen inn i HR- og LR-selskaper, er det spesielt næringen ”Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting” som øker når verdsettelsesrabatten blir høy. Dette bekreftes av analysen over selskaper med svært høy verdsettelsesrabatt som viser det samme. Det er rimelig å anta at dette er en relativt arbeidsintensiv næring da mennesker utgjør den vesentlige ressursen til selskapene i næringen. I henhold til skatteloven §4-2 er ”teknisk, merkantil eller annen kunnskap” eiendeler som ikke medregnes i fastsettelse av skattepliktig formue. Det virker dermed plausibelt at bedrifter i denne næringen vil ha en relativt lav ligningsverdi i forhold til markedsverdi, og på den måten ha en høyere verdsettelsesrabatt sammenlignet med andre næringer.

Fra regresjonsanalysen finner vi at gjeld har positiv sammenheng med verdsettelsesrabatten. Fra inndelingen med svært høy verdsettelsesrabatt, og selskaper med ligningsverdi høyere enn markedsverdi finner vi at det er stor forskjell i deres respektive gjeldsgrader. Fra deskriptiv statistikk ser vi at bedriftene i gruppene med høy og svært høy verdsettelsesrabatt har høyere gjeldsgrad enn bedriftene i gruppene med lav verdsettelsesrabatt og høyere ligningsverdi enn markedsverdi. Funnene fra regresjonsanalysene og den deskriptive delen viser altså det samme, og dette synes rimelig i henhold til skattelovens regler om fradrag for gjeld ved beregning av ligningsverdi. Samtidig kan høyere gjeld redusere markedsverdien. Det kan derfor virke som at selskaper med høy gjeld finansierer eiendeler som har høyere markedsverdi enn ligningsverdi.

Oppsummert kan vi ut i fra denne empiriske analysen konkludere med at verdsettelsesrabatten øker med gjeld, lønnsomhet, alder, størrelse, immaterielle eiendeler og eiendom. Bedrifter innen næringene "Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting" og "Omsetning og drift fast eiendom" ser også ut til å ha høyere verdsettelsesrabatt enn bedrifter i andre næringer.

5.4 Påvirker verdsettelsesreglene incentiver til å gå på børs?

Selskaper børsnoteres først og fremst for å ha lettere tilgang til risikovillig kapital – fra både Norge og fra utlandet (Oslo Børs, 2015b). For eksisterende aksjonærer vil en børsnotering også føre til at selskapet vil oppnå økt likviditet i aksjen, og muliggjør således realisasjon av verdier fra investert kapital. På den måten tillater børsnotering exit-muligheter for eksisterende investorer.

Som gjennomgått i kapittel 3.2.1, favoriserer verdsettingsprinsippene i formuesskatten virksomhet som drives gjennom et unotert aksjeselskap (NOU 2014:13). Scheel-utvalget påpeker at en effekt av dette er at formuesskatten svekker incentivet til å børsnotere et selskap. I sitt debattinnlegg om formuesskatt og børsnoteringer, påpeker professor Bienz og Mjøs at misforholdet i verdsettelsesreglene for unoterte og børsnoterte aksjer (Bienz & Mjøs, 2015). Dette misforholdet gjør det mindre attraktivt for selskaper å gå på børs. De påpeker at formuesskatten som hinder for børsnotering er særlig uheldig på grunn av fem forhold. For det første vil eiere av børsnoterte selskaper få en bedre risikospredning av sin formue sammenlignet med å investere i unoterte selskaper. For det andre vil børsnoterte selskaper være tilgjengelig for allmennheten. At unoterte selskaper ikke børsnoteres grunnet formuesskatten vil derfor skape et velferdstap i samfunnet. Videre spiller børsmarkedet en viktig rolle for å få frem informasjonen på grunn av informasjonsplikten. Det blir også enklere for selskaper å hente inn ny kapital til vekst og nysatsing, da investorene er mer sikre på markedsverdien og risikoen, og de har mulighet til å selge aksjene sine. Det siste argumentet er at kjent markedsverdi gjør at det er flere muligheter for å delta i fusjoner og oppkjøp. Ut ifra disse argumentene er det derfor rimelig å anta at konsekvensen av at selskaper ikke børsnoteres på grunn av formuesskatten er uheldig. Vi ønsker i denne delen av vår utredning å kartlegge hvordan incentivene til børsnotering kan sies å bli påvirket av verdsettelsesreglene.

For å svare på vår tredje problemstilling tar vi utgangspunkt i et datasett over bedrifter som akkurat har blitt børsnotert. Innledningsvis vil vi gi en oversikt over populasjonen. Deretter vil vi gjennomføre tilsvarende analyse som for OTC-selskapene. Videre vil vi undersøke hvilke OTC-selskaper som børsnoteres i perioden. For å undersøke om verdsettelsesreglene

har påvirkning på insentivene til børsnotering, vil vi sammenligne selskapene som børsnoteres med selskapene som forblir på OTC-listen.

5.4.1 Børsnoterte selskaper

Data

Fra rettledningen til selvangivelse for aksjeselskap (RF-1028) står det "Aksjeselskap som er børsnotert, og/eller heleid datter av børsnotert aksjeselskap trenger ikke fylle ut oppstillingen over formue (...)". For børsnoterte selskaper har vi dermed ikke formuesligningen. Av den grunn gjennomfører vi analysen ved å sammenligne siste ligningsverdi³¹ før selskapet går på børs med første markedsverdi etter børsnoteringen. På grunn av det ettårige lagget i verdsettelsesreglene for unoterte selskaper får vi mulighet til å sammenligne effekten av forskjellen i hovedregelen og særregelen for verdsettelse av aksjer.

Analysene i utredningen er basert på data fra Amadeus, børsdatabasen til NHH, og fra Skatteetaten. Datasettet fra Skatteetaten er presentert i delkapittel 4.1. I denne delen presenteres derfor kun datasettet fra Amadeus, som sammen med data fra Skatteetaten benyttes i den videre analysen.

Datasett

Ligningsverdien vil være fra året før noteringen på børs, og følgelig er ligningsverdi oppført på RF-1028 *Selvangivelse for Aksjeselskap* formuesskattegrunnlaget for unoterte aksjer. Markedsverdien til børsnoterte selskaper beregnes ut i fra sluttkursen og antall aksjer i selskapet ved slutten av året. Datasettet over børsnoterte selskaper er fra tidsperioden 2007 – 2014.

Dataene fra Amadeus mangler en del organisasjonsnummer for årene 2013 og 2014. Det inneholdt navn og ticker, og vi har gjort en manuell utplukking av organisasjonsnummer gjennom søk på proff.no og forvalt.no. Tilsvarende som for OTC-selskapene, er organisasjonsnumrene avidentifisert grunnet konfidensialitet. For tidsperioden 2007 – 2014 var det totalt 150 nye noteringer på Oslo Børs og Oslo Axess (Oslo Børs, 2015a). Etter den

³¹ Vi refererer fortsatt til ligningsverdi oppført på RF-1028 *Selvangivelse for Aksjeselskap* ved benyttelse av begrepet "Ligningsverdi", selv om "Markedsverdi" er den egentlige ligningsverdien til børsnoterte selskaper

manuelle utplukkingen og sammenslåingen med data fra Skatteetaten sitter vi igjen med 61 selskaper. Reduksjonen består i hovedsak av eliminering av utenlandske selskaper som mangler organisasjonsnummer, regnskapsdata og annen nødvendig informasjon for videre analyse.

Oslo Børs og Oslo Axess

Som børsnotert selskaper regnes selskaper som er notert på Oslo Børs, enten det er den ordinære hovedlisten, eller Oslo Axess (Skatteetaten, 2012). Oslo Børs er i hovedsak for større selskaper med lang historikk og med en betydelig aksjonærbase, og innebærer en fullt ut børsnotering i henhold til EU-krav (Oslo Børs, 2015a). Oslo Axess ble opprettet i 2007, og passer for selskaper som har mindre enn treårs historie og som ønsker kvalitetsstempelen og fordelene som følger med notering på en regulert markeds plass. Den avgjørende forskjellen mellom de to markeds plassene er selve opptaksvilkårene, der Oslo Axess har noe mer lempeligere vilkår for notering. Når selskapet først er notert, uavhengig om det er på Oslo Børs eller Oslo Axess, gjelder hovedregelen for verdsettelse (Lignings-ABC, 2015). I vårt datasett ser vi derfor på den første noteringen til selskapet uavhengig om det er Oslo Børs eller Oslo Axess.

Det er visse krav til notering på Oslo Børs og Oslo Axess. Utgangspunktet for notering er at selskapet "Antas å ha allmenn interesse og kan forventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning" (Oslo Børs, 2015a). Selskapet må ha eksistert i minst tre år for notering på Oslo Børs. Eneste krav på Oslo Axess er at selskapet har levert minst én års- eller delårsrapport, og passer således for yngre selskaper. Markedsverdien må være på minst 300 millioner kroner på Oslo Børs, og 8 millioner kroner på Oslo Axess. Minst 25 % av aksjekapitalen må være spredt blant allmennheten. Selskapene på Oslo Børs må ha minst 500 aksjeeiere, og på Oslo Axess minst 100 aksjeeiere. Heretter bruker vi samlebetegnelsen Oslo Børs for både Oslo Børs og Oslo Axess.

En sentral oppgave for Oslo Børs er å bidra til at næringslivet får tilgang til avgjørende kapital slik at selskapene kan vokse, i tillegg til å være en markeds plass hvor meglere møtes for å omsette verdipapirer på vegne av sine kunder (Oslo Børs, 2015b). En forutsetning for et velfungerende marked, er at investorene har tillit til at handelen på børsen foregår slik lover

og regler krever. Børsens kvalitetssikring og kontroll er dermed særdeles viktig for at børsen skal oppfattes som en effektiv og rettferdig markedsplass.

Databehandling

For å gjøre datamaterialet vårt mer egnet for analysen har vi gjennomført samme databehandling som med OTC-selskaper, se delkapittel 4.3. I korthet innebærer det at ligningsverdien er tidskorrigert for å kunne sammenlignes med riktig markedsverdi. Videre fordeles selskapene etter SSBs næringsklassifisering gjeldende fra 2009, negativ ligningsverdi settes til null og tallene er inflasjonsjustert etter KPI.

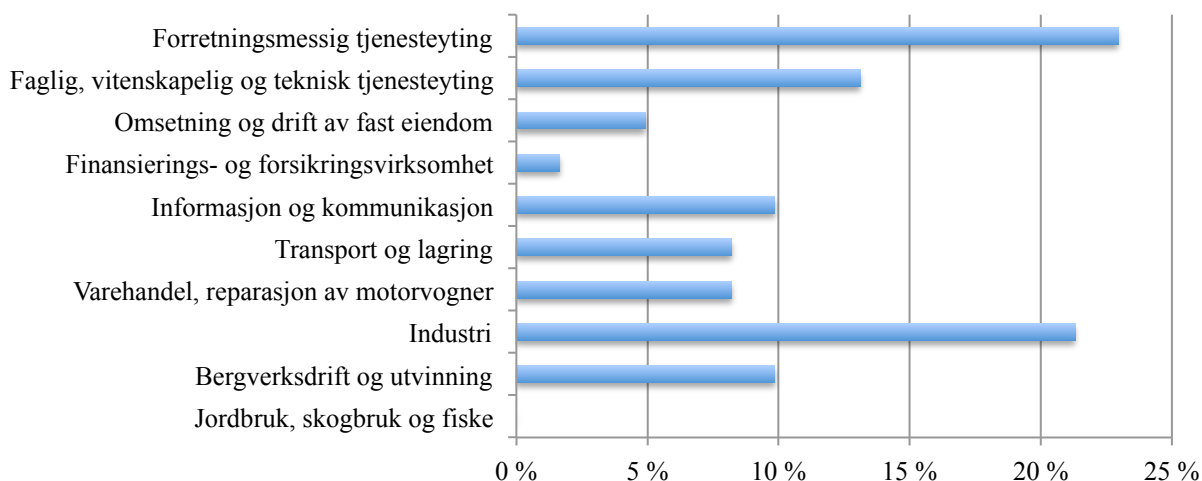
Oversikt over populasjonen

Analysen baserer seg på data over selskaper som noteres på Oslo Børs i perioden 2007 – 2014. Populasjonen består av 61 ulike selskaper som har blitt børsnotert i løpet av perioden. Det stilles som tidligere nevnt flere krav for å bli børsnotert, og det er stor variasjon i antall selskaper som blir børsnotert per år over tidsperioden. Da vi kun har én observasjon per selskap (i og med at de kun børsnoteres en gang), har vi ikke lenger paneldata.

Næringsklassifiseringer

Vi gjennomfører samme næringsklassifisering som for OTC-selskapene. Figur 5.10 gir en oversikt over andel bedrifter i hver næring. Fra figuren ser vi at det er ingen selskaper innen næringen ”Jordbruk, skogbruk og fiske”, og bedriftene i populasjonen er kun representert i ni næringer. Som før er det noe variasjon i andel selskaper per næring. Den største andelen av selskaper inngår i ”Forretningsmessig tjenesteyting”. ”Finansierings- og forsikringsvirksomhet” er den næringen med færrest selskap, og har kun ett selskap i hele tidsperioden.

Figur 5.10: Oversikt over næringer

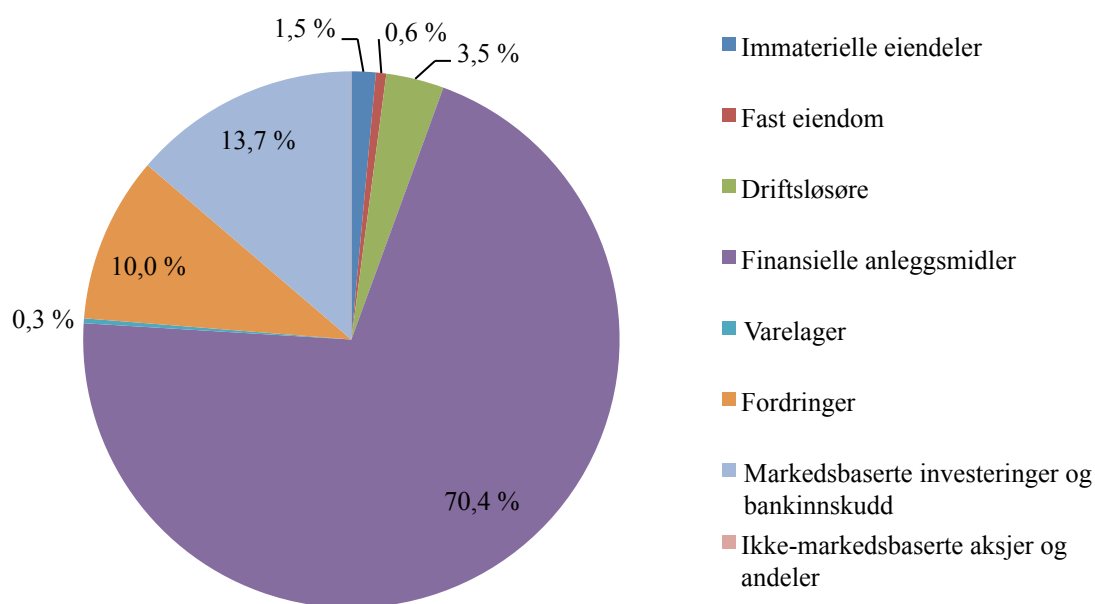


Eiendeler

Fra figur 5.11 ser vi at den største eiendelsgruppen for populasjonen med nylig børsnoterte selskaper er "Finansielle anleggsmidler" og den utgjør hele 70,4 % av alle eiendelene.

"Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd" utgjør 13,7 % av eiendelene. Den minste eiendelsgruppen er "Varelager" som utgjør kun 0,3 % av eiendelene.

Figur 5.11: Oversikt over gjennomsnittlig eiendelsfordeling



Finansiering

Som funnet under analysen til OTC-selskaper, kan finansiering sies å ha betydning for verdsettelsesrabatten. Følgelig inkluderer vi en oversikt over gjeldsgraden i populasjonen. Fra tabellen 5.11 ser vi at medianen er 0,431. Det vi si at gjelden utgjør 43 % av egenkapitalen.

Tabell 5.11: Oversikt over gjeldsgrad

Persentiler	Min	-2,188
	10	0,003
	25	0,102
	50	0,431
	75	1,328
	90	2,625
	Max	6,443
Deskriptiv Statistikk	Gjennomsnitt	0,99
	Standardavvik	1,503

Alder

I analysen av OTC-selskaper fant vi at verdsettelsesrabatten øker med alder. Det er derfor interessant å undersøke variasjonen i alder hos de børsnoterte selskapene. Fra tabellen ser vi at medianen for populasjonen er fem år. Det yngste selskapet er ett år, og maksverdien er 27 år.

Tabell 5.12: Oversikt over alder

Persentiler	Min	1
	10	1
	25	2
	50	5
	75	12
	90	15
	Max	27
Deskriptiv statistikk	Gjennomsnitt	7,066
	Standardavvik	6,34

Oppsummering

Sammenlignet med OTC-selskapene er næringen ”Forretningsmessig tjenesteyting” den største næringen i begge populasjonene. ”Omsetning og drift av fast eiendom” er minst i

OTC-populasjonen, mens "Finansierings- og forsikringsvirksomhet" er den næringen med færrest børsnoterte selskaper i vår populasjon. Når det gjelder fordeling av eiendeler inngår en større andel av eiendelene i "Finansielle anleggsmidler" for de børsnoterte selskapene enn for OTC-selskapene. Følgelig er de resterende gruppene mindre sammenlignet med OTC-selskapene. OTC-selskapene har imidlertid noe høyere gjeldsgrad, hvor medianen er 0,49 sammenlignet med 0,431 for de børsnoterte selskapene. OTC-selskapene har også en høyere gjennomsnittlig alder, med en median på ni år, som er noe høyere enn for de børsnoterte selskapene, med en median på fem år.

5.4.2 Ligningsverdi og markedsverdi for børsnoterte selskaper

Vi har nå gjennomgått en oversikt over populasjonen, og ønsker i det følgende å undersøke forskjellen mellom ligningsverdi og markedsverdi for selskaper som nylig har gått på børs. I analysen av OTC-selskapene fant vi at det vektete gjennomsnittet for forholdet ligningsverdi over markedsverdi var 31,9%. Vi ønsker i denne analysen å se om dette også er gjeldende for denne populasjonen.

For å se hvordan forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi er fordelt i populasjonen, inkluderer vi i analysen deskriptiv statistikk. Resultatet er presentert i tabellen 5.13. Som i tidligere analyse er ligningsverdi lagget med ett år relativt til markedsverdi, jamfør skatteloven § 4-12, annet ledd.

Tabell 5.13: Oversikt over forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi i populasjonen

År	Selskap	OSEBX	Uvektet gj.snitt	Min	10	25	Median	75	90	Max	Vektet gj. snitt
2007	29	491	0,129	0	0	0	0,07	0,142	0,409	0,99	0,092
2008	7	225	0,097	0	0	0	0,012	0,146	0,511	0,511	0,198
2009		372									
2010	6	440	0,312	0	0	0	0	0,236	1,639	1,639	0,268
2011	1	385	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2012	2	444	0,19	0	0	0,101	0,19	0,278	0,278	0,278	0,165
2013	6	548	0,309	0	0	0,041	0,142	0,5	1,03	1,03	0,128
2014	10	576	0,176	0	0	0	0,1	0,264	0,533	0,754	0,046
Totalt	61		0,169	0	0	0	0,058	0,203	0,453	1,639	0,086

Fra tabellen ser vi at i vår populasjon var det totalt 61 nye noteringer på Oslo Børs. Det er variasjon i antall selskaper som børsnoteres hvert år. Det var hele 29 nye børsnoteringer i 2007, mens ingen selskaper ble børsnotert i 2009. Det uvektede gjennomsnittet varierer fra 0 til 0,312, og er totalt 0,169 for alle årene. På samme måte som i OTC-populasjonen ser vi at det uvektede gjennomsnittet varierer noe fra det vektete, og vi antar også her at det uvektede gjennomsnittet er noe skjevt på grunn av enkelte høye maksverdier. Av den grunn virker median og vektet gjennomsnitt mer representativt også for denne populasjonen, og vi velger å fokusere på disse målene. Vektet gjennomsnitt er 0,086. Det vil si at dersom selskapene hadde vært verdsatt etter særregelen istedenfor hovedregelen, ville verdsettelsesgrunnlaget i snitt vært 8,6 % av markedsverdien, som tilsvarer en verdsettelsesrabatt på 91,4 %.

Oppsummering

Vår analyse viser at ligningsverdien til bedrifter som nylig har gått på børs i gjennomsnitt er 8,6 % av markedsverdien. Resultatet fra OTC-selskapene ga et gjennomsnittlig forhold mellom ligningsverdi og markedsverdi på 31,9 %. Det vil si at de nylig børsnoterte selskapene har et gjennomsnittlig forholdstall som er 23,3 prosentpoeng lavere enn OTC-selskapene. Avslutningsvis kan vi slå fast at markedsverdien for en bedrift i populasjonen i gjennomsnitt er større enn ligningsverdien. Det hadde dermed vært en betydelig verdsettelsesrabatt for en børsnotert bedrift dersom den hadde vært verdsatt etter særregelen istedenfor hovedregelen.

Kjennetegn for børsnoterte selskaper med stor forskjell i ligningsverdi og markedsverdi

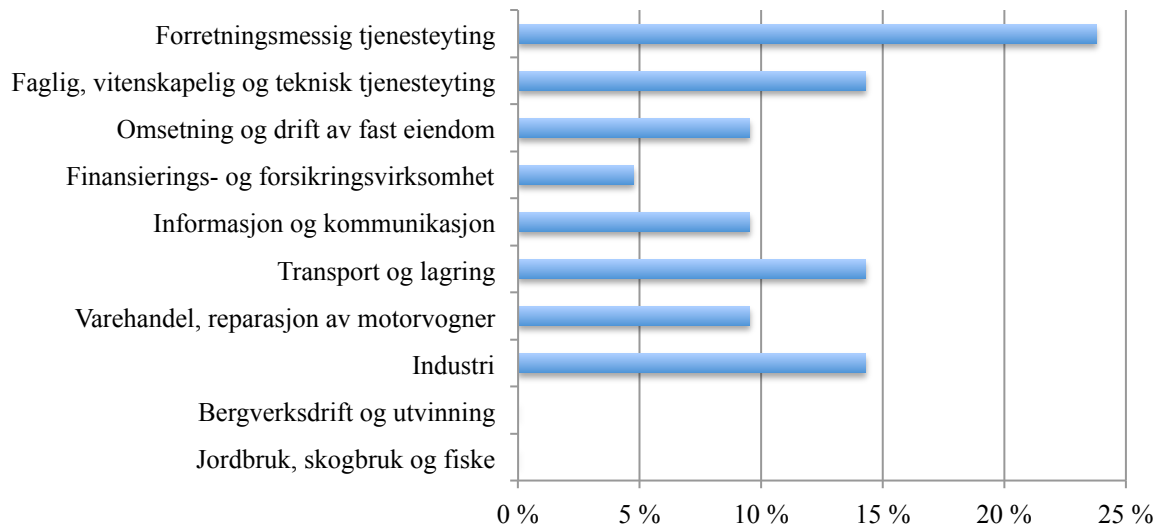
Nå ønsker vi å undersøke hva som kan forklare differansen, og om dette sammenfaller med funnene i tilsvarende analyse av OTC-selskapene. Vi undersøker derfor nærmere bedriftene under og lik 10-persentilen (se tabell 5.6). Dette tilsvarer et forholdstall på 0, og disse bedriftene ville dermed hatt et verdsettelsesgrunnlag som hadde vært 100 % lavere med særregelen kontra hovedregelen. Totalt over alle årene består denne gruppen av 21 bedrifter.

Næring

Fordeling av bedriftene per næring presenteres i figur 5.12 under. I figuren ser vi at næringen ”Forretningsmessig tjenesteyting” er den største næringen, og den er betydelig større enn

resterende næringer. Blant selskapene med høy verdsettelsesrabatt er det ingen som hører til i næringen ”Bergverksdrift og utvinning”.

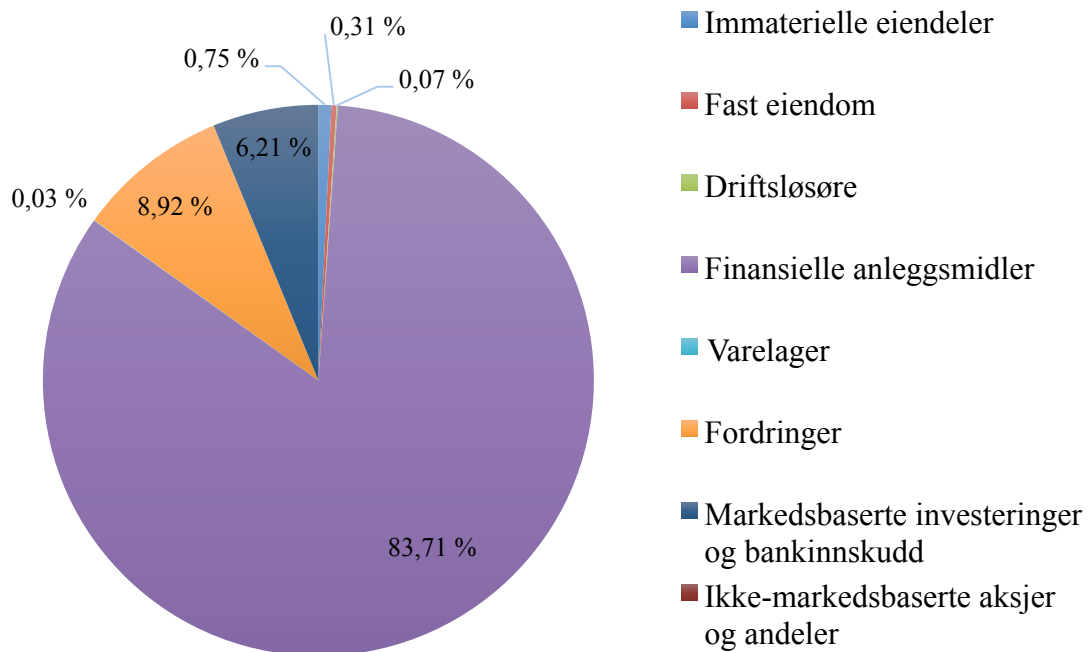
Figur 5.12: Oversikt over næringer



Eiendeler

Vi ser at finansielle anleggsmidler utgjør en stor andel av eiendelene til selskapene med stor forskjell i ligningsverdi og markedsverdi, hele 83,71 %. Det vil si at selskaper med lav ligningsverdi i forhold til markedsverdi har en høyere andel av finansielle anleggsmidler sammenlignet med hele populasjonen.

Figur 5.13: Oversikt over gjennomsnittlig eiendelsfordeling



Gjeldsgrad

Fra tabellen under ser vi at medianen for 10 % persentilen av børspopulasjonen er 1,02. Dette er nesten dobbelt så høyt som for hele populasjonen, som har en median på 0,431. Det tilsier at selskapene som har en lav ligningsverdi i forhold til markedsverdi har en vesentlig høyere gjeldsgrad enn hele populasjonen.

5.14: Oversikt over gjeldsgrad

	Min	-2,19
	10	0
	25	0,27
Persentiler	50	1,02
	75	2,38
	90	2,63
	Max	6,44
Deskriptiv statistikk	Gjennomsnitt	1,32
	Standardavvik	2

Oppsummering

Fra analysen av OTC-selskapene fant vi at selskaper med høy verdsettelsesrabatt er mest representert i næringen "Forretningsmessig tjenesteyting". Videre er næringene "Faglig,

vitenskapelig og teknisk tjenesteyting”, ”Informasjon og kommunikasjon” og ”Varehandel, reparasjon av motorvogner” godt representert. Disse næringene er også godt representert blant de børsnoterte selskapene med stor forskjell i ligningsverdi og markedsverdi.

Finansielle anleggsmidler utgjør den største eiendelsgruppen selskaper med høy verdsettelsesrabatt, i begge populasjonene. Gjennomgående har selskaper med høyere gjeldsgrad også en tendens til høyere verdsettelsesrabatt. Avslutningsvis kan vi si at det er samme tendenser hos begge populasjonene.

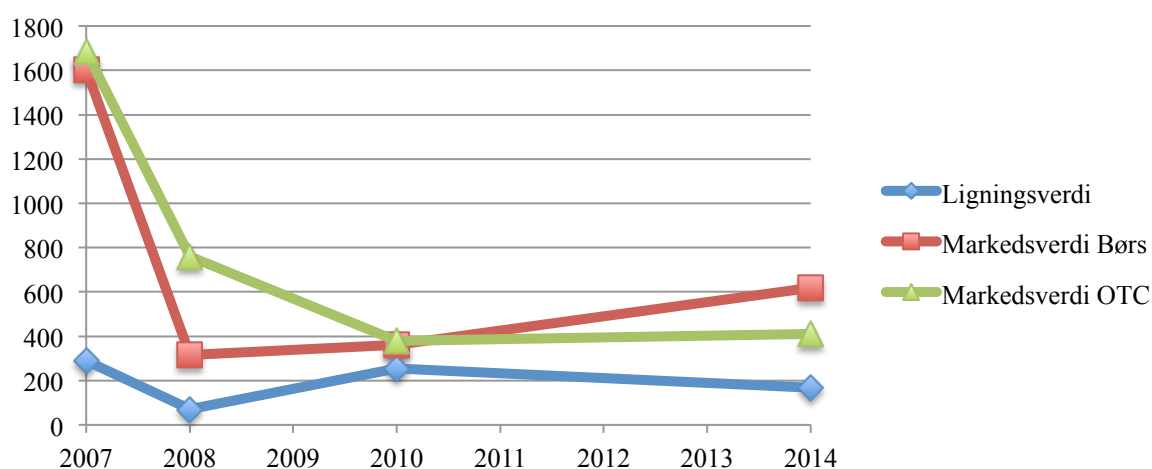
Nå har vi fått en oversikt populasjonen med nylig børsnoterte selskaper, og i det følgende ønsker vi å bruke disse dataene til å svare på problemstillingen om verdsettelsesrabatten påvirker selskapenes insentiver til å gå børs.

5.4.3 Selskaper som går fra OTC til Oslo Børs

Ved å koble sammen OTC-datasettet³² med data fra børsnoterte selskaper, finner vi at det er 22 selskaper som først har vært registrert på OTC-listen, og som senere har gått på børs. Disse 22 selskapene har med andre ord gått fra å være unotert til å bli børsnotert. Vi vil bruke dette datasettet for å svare på vår siste problemstilling; om verdsettelsesrabatten vil påvirke insentiver til å gå på børs.

Innledningsvis vil vi undersøke om markedsverdien kan sies å endre seg når selskapene går på børs. I figur 5.14 sammenligner vi siste gjennomsnittlige markedsverdi på OTC-listen med første markedsverdi på Oslo Børs. For alle de 22 selskapene var det registrert en siste markedsverdi på OTC-listen i samme år som børsnoteringen skjedde. Dette gjør at vi har markedsverdi fra både OTC-listen og Oslo børs i samme år. For å gi et best mulig bilde av hvordan markedsverdien endrer seg ved overgang fra OTC-listen til Oslo Børs, bruker vi siste markedsverdi fra OTC-listen fra samme år som markedsverdien fra Oslo Børs. Ligningsverdi inkluderes i figuren for å illustrere forskjellen i differansen med de ulike markedsverdiene. Ligningsverdien er, som tidligere, lagget med ett år. For eksempel for år 2014 er ligningsverdien fra 2013 (t-1), mens markedsverdiene fra OTC-listen og Oslo Børs er fra 2014 (t). Som vi ser av figuren ligger markedsverdien på OTC-listen relativt nær ny markedsverdi på Oslo Børs i løpet av perioden. Dette tyder på at den siste markedsverdien på OTC-listen kan gi en god indikasjon på hva markedsverdien vil bli ved en børsnotering.

Figur 5.14: Gjennomsnittlig ligningsverdi og markedsverdi i perioden. Tall i millioner kr



³² For innføring i OTC-listen se kapittel 4.1.1

For å svare på om formuesskatten og dens verdsettelsesregler hindrer selskaper som egentlig ønsker å bli børsnotert fra å gjøre det, sammenligner vi selskaper som går på børs med selskaper som ikke går på børs. Vi sammenligner derfor forholdet ligningsverdi over markedsverdi til selskaper til de to gruppene. Når vi sammenligner, er både verdier fra året før og børsnoteringsåret tatt med for de 22 selskapene som børsnoteres. Dette er fordi vi antar at beslutningen om børsnoteringen kan skje i året før eller i samme år som børsnoteringen. Antakelsen begrunnes ved at børsnotering kan skje i børsnoteringsåret da et normalt tidsløp for en noteringsprosess er åtte uker (Oslo Børs, 2015a). Tidligere observasjoner fra selskaper som går på børs inkluderes i gruppen selskaper som ikke går på børs. I tabell 5.15 har vi beregnet vektet gjennomsnitt av forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi for begge gruppene.

Tabell 5.15: Oversikt forhold ligningsverdi over markedsverdi

År	Selskaper som ikke går på børs	Vektet gj. snitt	Selskaper som går på børs	Vektet gj. snitt
2007	78	0,199	15	0,171
2008	69	0,788	4	0,094
2009	59	0,464	2	1,155
2010	52	0,273	2	0,674
2011	48	0,313		
2012	41	0,283		
2013	35	0,257	2	0,293
2014	40	0,221	2	0,411
Totalt	422	0,332	27	0,205

Fra tabellen ser vi at totalt gjennomsnitt for selskaper som ikke går på børs i året eller året før er 0,332. Det vil si at ligningsverdien utgjør 33,2 % av markedsverdien, tilsvarende en verdsettelsesrabatt på 66,8 %. For selskapene som går på børs i året eller året før er tilsvarende gjennomsnitt 0,205. Det vil si en verdsettelsesrabatt som unotert selskap på 79,5 %. Dermed ser vi at selskapene som går på børs velger å gjøre dette, til tross for en høy verdsettelsesrabatt ved å være unotert. OTC-selskapene som går på børs hadde 12,7 prosentpoeng høyere verdsettelsesrabatt sammenlignet med selskapene som ikke går på børs. I henhold til verdsettelsesreglene og den vesentlige verdsettelsesrabatten for unoterte selskaper, er dette resultatet noe overraskende, og strider mot argumentene til Bienz og Mjøs (2015) nevnt innledningsvis. Vi ønsker derfor å analysere våre funn med regresjonsanalyse for å undersøke om verdsettelsesrabatten kan sies å påvirke en beslutning om børsnotering.

Regresjonsanalyse

For å se på hva som påvirker børsnotering vil vi gjennomføre en regresjon med dummyvariabel som avhengig variabel. Dummyvariabelen tar verdien en dersom selskapet går på børs i år eller neste år. Siden den avhengige variabelen nå kun kan ha verdien null eller en, tolkes koeffisientene som endringen i sannsynlighet for at avhengig variabel tar verdien en. Vi inkluderer variabelen *Differanse* som uavhengig variabel for å undersøke om forskjellen i ligningsverdi og markedsverdi kan sies å ha en påvirkning på beslutningen om børsnotering.

Vi kontrollerer for heteroskedastisitet med robuste standardavvik. Da enkelte selskaper har observasjoner i flere år, og kan tenkes å ha faste foretaksspesifikke komponenter, er det mulig at feilleddene bryter antakelsen om uavhengige feilledd. For OLS-modellen blir dette unngått ved å ”clustre” bedriftene.

I tabell 5.16 er resultatet fra regresjonsanalysen. Vi gjennomfører OLS-regresjon med både den lineære og log-transformerte funksjonsformen til *Differanse* i henholdsvis kolonne (1) og (2).

Tabell 5.16: Regresjon med dummy av *Børsnotering* som avhengig variabel

VARIABLER	(1) OLS, lin	(2) OLS, log
	Dummy Børsnotering	
Differanse	0 (0)	0.00363** (0.00163)
Konstant	0.0546*** (0.0139)	0,00879 (0.0223)
Observasjoner	445	445
R ²	0,007	0,014

Standardavvik i parentes (* p<0,05, ** p < 0,01, *** p<0,001)

Fra regresjon (1), OLS med lineær *Differanse* ser vi at modellen forklarer 0,7 % av variasjonen i sannsynligheten for børsnotering. Fra kolonnen ser vi at koeffisienten til *Differanse* er 0. Det vil si at koeffisienten er forskjellig fra null, men effekten er svært liten, og derfor blir avrundet til null. Denne er imidlertid ikke signifikant. Når vi log-transformerer *Differanse*, kolonne (2), forklarer modellen 1,4 % av variasjonen for sannsynlighet for

børsnotering. *Differanse* er signifikant og positiv, og tilsier at dersom differansen mellom markedsverdi og ligningsverdi øker med ett prosentpoeng, vil sannsynligheten for børsnotering økes med 0,0000363 %.

Oppsummert kan vi si at differansen mellom markedsverdi og ligningsverdi ikke ser ut til å ha påvirkning på sannsynligheten for børsnotering. Det kan derfor virke som *Differanse* fanger opp noe uobserverbart som er korrelert med økt sannsynlighet for børsnotering. For å kontrollere for denne uobserverbare effekten inkluderer vi flere kontrollvariabler. Vi benytter samme variabler som i forrige regresjon der vi forklarte variasjonen i *Differanse*³³. Kort oppsummert inkluderer vi dermed både *Langsiktig* og *Kortsiktig gjeld* for å kontrollere for finansieringen til selskapene. *Årsresultat* inkluderes for å kontrollere for lønnsomhet. Vi ønsker også å kontrollere for antall år selskapet har eksistert, og inkluderer derfor variabelen *Alder*. *Alder* er en dummyvariabel med verdi lik en dersom selskapet er fem år eller yngre. Størrelsen på selskapene kontrolleres for ved å inkludere *Lønnskostnader*. For å justere for industrispesifikke effekter inkluderes dummyer til næringene, med ”Jordbruk, skogbruk og fiske” som referansenæring. Vi inkluderer også tidsdummyer for å justere for konjunkturelle endringer og tidsspesifikke effekter, og referanseåret er fortsatt 2007.

I tabell 5.17 på neste side er resultatet fra regresjonsanalysen. Vi gjennomfører både den lineære og log-transformerte funksjonsformen av de uavhengige variablene med OLS i henholdsvis kolonne (1) og (2). Log-transformeringen gjelder ikke for dummyvariabelen *Alder*. Heller ikke tids- og næringsdummyene er log-transformerte. Når vi log-transformerer en negativ og nullverdier får vi ingen verdi. Vi setter disse verdiene lik null slik at disse observasjonene også inkluderes i regresjonen.

³³ Se tabell 5.9 for resultater fra regresjonen med *Differanse* som avhengig variabel

Tabell 5.17: Regresjon med dummy av *Børsnotering* som avhengig variabel

VARIABLER	Dummy for børsnotering	
	(1) OLS lin	(2) OLS log
Differanse	5.31e-11** 0	0.00462*** (0.00173)
Langsiktig gjeld	-7.95e-11 (5.62e-11)	-0,000952 (0.00207)
Kortsiktig gjeld	-1.31e-10 (1.13e-10)	-0,00113 (0.00367)
Årsresultat	0 0	-0,00197 (0.00160)
Lønnskostnad	2.62e-10 (2.91e-10)	0,000765 (0.00254)
Immaterielle eiendeler	-5.21e-10 (6.85e-10)	-0,00187 (0.00168)
Fast eiendom	-3.32e-10*** (1.09e-10)	-0,00254 (0.00191)
Driftsløsøre	0 0	-0,000732 (0.00261)
Finansielle	0 0	0.00428** (0.00204)
Varelager	-1.54e-10 (8.47e-10)	-0,00288 (0.00252)
Fordringer	7.58e-11 (1.03e-10)	0,00503 (0.00383)
Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd	9.49e-11 (9.38e-11)	0.00924*** (0.00340)
Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler	0 (1.08e-10)	-0.00555** (0.00279)
Alder	0,0618 (0.0380)	0,0347 (0.0358)
År 2008	-0.0700* (0.0412)	-0.0924** (0.0408)
År 2009	-0.0869** (0.0412)	-0.103** (0.0425)
År 2010	-0.0840* (0.0440)	-0.116** (0.0450)
År 2011	-0.119*** (0.0372)	-0.139*** (0.0372)
År 2012	-0.109*** (0.0361)	-0.123*** (0.0358)
År 2013	-0,0567 (0.0491)	-0,0769 (0.0482)

År 2014	-0,0811 (0.0501)	-0.0960** (0.0481)
Bergverksdrift og utvinning	0,101 (0.0629)	0,0905 (0.0639)
Industri	0,0347 (0.0556)	0,0772 (0.0547)
Varehandel, reparasjon motorvogner	0,0723 (0.0449)	0.0846* (0.0477)
Transport og lagring	-0,0194 (0.0289)	0,00837 (0.0379)
Informasjon og kommunikasjon	0,00399 (0.0206)	0,0172 (0.0348)
Finansierings- og forsikringsvirksomhet	-0.0309* (0.0179)	-0,011 (0.0359)
Omsetning og drift fast eiendom	-0,0154 (0.0622)	0,0271 (0.0497)
Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting	0,116 (0.0794)	0,137 (0.0880)
Forretningsmessig tjenesteyting	0.141** (0.0596)	0.166*** (0.0636)
Konstant	0.0638** (0.0306)	-0.196** (0.0806)
Observasjoner	445	445
R ²	0,168	0,19

Standardavvik i parentes (* p<0,05, ** p < 0,01, *** p<0,001)

Fra regresjon (1), OLS med lineære variabler, forklarer modellen 16,8 % av variasjonen i sannsynligheten for børsnotering. Fra kolonnen ser vi at koeffisienten til *Differansen* er signifikant og positiv, men den er relativt liten. Det vil si at dersom *Differansen* øker vil sannsynligheten for børsnotering øke. Av eiendelene er det kun *Fast eiendom* som er signifikant. Det tilsier at *Fast eiendom* vil redusere sannsynligheten for at selskaper blir børsnotert. For tidsdummyene er koeffisientene fra 2008 til 2012 negative og signifikante. Det vil si at det er større sannsynlighet for børsnotering i 2007 i forhold til årene 2008 – 2012. *Finansiering- og forsikringsvirksomhet* og *Forretningsmessig tjenesteyting* er de eneste næringene som er signifikante, og koeffisientene er henholdsvis negativ og positiv. Det tilsier at det er redusert sannsynlighet for børsnotering for selskaper i *Finansierings- og forsikringsvirksomhet* sammenlignet med selskaper i *Jordbruk, skogbruk og fiske*. Tilsvarende er det større sannsynlighet for børsnotering for selskaper i *Forretningsmessig tjenesteyting* sammenlignet med næringen *Jordbruk, skogbruk og fiske*.

OLS-modellen med log-transformerte variabler, kolonne (2), forklarer 19 % av variasjonen i sannsynligheten for børsnotering. *Differanse* er signifikant og positiv, og tilsier at dersom differansen mellom markedsverdi og ligningsverdi øker med 1 prosentpoeng, vil sannsynligheten for børsnotering økes med 0,0000462 %. Eiendelsgruppene *Finansielle anleggsmidler* og *Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd* er signifikante og har positive koeffisienter. Det vil si at 1 prosentpoengsøkning i disse variablene vil føre til at sannsynligheten til børsnotering øker. Koeffisienten til *Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler* er signifikant og negativ. Det vil si at dersom variabelen øker med 1 prosentpoeng, vil sannsynligheten for børsnotering reduseres. Alle koeffisientene til tidsdummyene er negative og signifikante, bortsett fra år 2013. Det vil si at det er større sannsynlighet for børsnotering i 2007 i forhold til de andre årene, bortsett fra 2013 som ikke er signifikant. Når det gjelder næringene, er *Varehandel*, *reparasjon av motorvogner* og *Forretningsmessig tjenesteyting* signifikante og positive. Det vil si at det er større sannsynlighet for børsnotering for selskaper innen disse næringene sammenlignet med næringen *Jordbruk, skogbruk og fiske*.

Oppsummering av regresjonsanalysen

Fra regresjonsanalysen ser vi at differansen mellom ligningsverdi og markedsverdi har signifikant betydning for sannsynligheten for børsnotering, men effekten er svært liten. Den positive signifikante verdien tyder på at større forskjell mellom markedsverdi og ligningsverdi fører til større sannsynlighet for børsnotering. Dette er tilsvarende resultat som i den enkle regresjonen, og det kan tyde på at differanse fortsatt fanger opp noe uobservert som er korrelert med sannsynligheten for børsnotering. Dette bekreftes ut ifra den relativt lave forklaringsgraden. Det tyder derfor på at det er andre forhold, som modellen ikke klarer å fange opp, som vil ha innvirkning på sannsynligheten for børsnotering. Som nevnt innledningsvis begrunnes ofte en børsnotering ut i fra kapitalbehov og mulighet for realisasjon av verdier for investorene. Regresjonen tyder på at i vår populasjon vil slike faktorer ha større betydning for beslutningen om børsnotering enn den potensielt økede formuesskatten.

Selskaper med økt andel av fast eiendom kan ut ifra regresjonen sies å ha lavere sannsynlighet for børsnotering. Dette virker rimelig da eiendom er en av de eiendelsgruppene som for unoterte selskaper har ligningsverdi lavere enn omsetningsverdi. Ved en eventuell børsnotering vil formuesskatt beregnes på basis av markedsverdien av aksjene som trolig vil reflektere full omsetningsverdi for eiendommene.

Selskaper med høyere grad av finansielle anleggsmidler, samt markedsbaserte investeringer og bankinnskudd, har større sannsynlighet for børsnotering. Det virker rimelig fordi disse eiendelene allerede verdsettes til full verdi for unotert selskaper. Av den grunn vil ikke disse eiendelene gi store endringer i verdsettelsesgrunnlaget ved en eventuell børsnotering.

Det er ikke overraskende at år 2007 har større sannsynlighet for børsnotering enn de andre årene, unntatt 2013, da vi gjennom den deskriptive analysen fant at dette året hadde relativt mange flere børsnoteringer enn de andre årene. Noteringer på OTC-listen, samt nye noteringer på Oslo Børs, har enda ikke kommet tilbake på samme nivå som i 2007. Vi ser fra OSEBX at det var lavkonjunktur i perioden etter finanskrisen i 2008. OSEBX har imidlertid kommet seg tilbake på høyere nivå enn før finanskrisen. Det kan tyde på noe av nedgangen på OTC-listen kan forklares ut ifra økt konkurranse fra Oslo Axess, som ble etablert høsten 2007.

Videre tyder regresjonen på at selskaper innen næringene *Varehandel, reparasjon av motorvogner* og *Forretningsmessig tjenesteyting* har større sannsynlighet for børsnotering enn selskaper i næringene *Jordbruk, skogbruk og fiske*. Selskaper i næringen *Finansierings- og forsikringsvirksomhet* har imidlertid en mindre sannsynlighet for børsnotering sammenlignet med selskaper innen *Jordbruk, skogbruk og fiske*.

Oppsummering tredje problemstilling

Da de 22 bedriftene i populasjonen var registrert på OTC-listen hadde de i snitt en verdsettelsesrabatt på 79,5 %. Vi finner at markedsverdien på OTC-listen kan være en god indikasjon på hva markedsverdien på Oslo Børs vil bli, og dermed hva endringen i verdsettelsesgrunnlag for formuesskatt vil bli ved en børsnotering. Til tross for en høy verdsettelsesrabatt som unotert selskap, velger disse 22 bedriftene å gå på børs, og får følgelig et vesentlig høyere formuesskattegrunnlag. Selv om vårt utvalg er lite tyder dette på at det finnes andre forhold enn formuesskatt som er viktigere for selskapenes beslutning om børsnotering. En mulig forklaring kan eksempelvis være at børsnotering er mest attraktivt for vekstselskaper som er avhengig av å få ny kapital for å fortsette veksten, og at det samtidig er disse som har stor verdsettelsesrabatt da de var på OTC-listen. Markedsverdien i forhold til ligningsverdien tenkes da å være høy, da de prises høyt av markedet på grunn av forventning om et stort framtidig inntjeningspotensial.

Vi finner at OTC-selskapene som børsnoteres har en større fordel av å ikke børsnoteres, sammenlignet med OTC-selskapene som ikke børsnoteres. Dette ser vi fra tabell 5.15 hvor vi finner at verdsettelsesrabatten for selskaper som børsnoteres er 12,7 prosentpoeng høyere enn for selskaper som ikke går på børs. Videre viser regresjonsanalysen at de med større verdsettelsesrabatt har en noe større sannsynlighet for børsnotering. Avslutningsvis kan vi derfor slå fast at det er en verdsettelsesrabatt ved å ikke børsnoteres. Det er åpenbart at tap av verdsettelsesrabatt isolert sett taler mot børsnotering. Analysen gir imidlertid ikke grunnlag for å påstå at dette er et moment som bedriftene legger vesentlig vekt på. Det må derfor være andre forhold som gjør at selskaper fortsatt velger å børsnoteres.

6. Avslutning

6.1 Konklusjon

I denne utredningen har vi sett på effekten av ulike verdsettelsesregler for fastsettelse av formue. Gjennom empirisk analyse har vi studert verdsettelsesgrunnlaget for aksjer i unoterte og børsnoterte selskaper, som beregnes etter henholdsvis sær- og hovedregelen.

Vår analyse viser at unoterte selskaper har en betydelig verdsettelsesrabatt i forhold til børsnoterte selskaper. Vi fant at aksjer i unoterte selskaper, representert med 133 selskaper registrert på OTC-listen i tidsperioden 2007 – 2014, har en gjennomsnittlig verdsettelsesrabatt på 68,1 %. Ved nærmere analyse fant vi at verdsettelsesrabatten kan sies å øke med gjeld, alder, størrelse, lønnsomhet og noen typer eiendeler. Eiendeler som blir verdsatt til lavere enn omsetningsverdi, som fast eiendom og immaterielle eiendeler, har en tendens til å føre til større verdsettelsesrabatt. På den andre siden har eiendeler som verdsettes til full verdi, som markedsbaserte investeringer og bankinnskudd, negativ sammenheng med verdsettelsesrabatten.

Videre fant vi at verdsettelsesrabatten for aksjer i nylig børsnoterte selskaper ville vært 91,4 % dersom de var verdsatt etter særregelen. Av OTC-selskapene var det 22 bedrifter som ble børsnotert i perioden. Vi fant at deres verdsettelsesrabatt er 12,7 prosentpoeng høyere enn for selskapene som ikke ble børsnotert. Ved hjelp av regresjon fant vi at verdsettelsesrabatten ikke ser ut til å påvirke beslutningen om børsnotering. På bakgrunn av de gunstige verdsettelsesreglene for unoterte selskaper, var dette resultatet noe overraskende. Det må derfor være noen andre fordeler ved børsnotering, for eksempel å skaffe ny kapital til vekst eller exit-muligheter for eksisterende investorer, som veier opp for den betydelig høyere formuesskatten.

Med dette konkluderer vi med at verdsettelsesgrunnlaget for aksjer i unoterte selskaper i stor grad favoriseres sammenlignet med aksjer i børsnoterte selskaper. Vi har imidlertid ikke grunnlag til å hevde at formuesskatten påvirker incentiver til å gå på børs

6.2 Forslag til videre forskning

Fokuset i denne utredningen har vært på verdsettelsesregler for aksjer i unoterte selskaper ved fastsettelse av formue. Dette er kun en liten del av debatten, og det er fortsatt mange forhold rundt formuesskatten som kan undersøkes. I forbindelse med videreutvikling av vårt studie kan det være interessant å undersøke nærmere omfanget av selskaper som gjennomfører kapitalutvidelser- eller reduksjon for å utsette verdsettelsestidspunkt. Dette gjør at selskaper har mulighet til å bruke ligningsverdien i inntektsåret, og det er ønskelig dersom de det forrige året hadde en høyere ligningsverdi. At det norske skattesystemet tillater slike skattemessige tilpasninger, kan føre til at noen selskaper bevisst unngår å betale ”riktig” formuesskatt. I debatten om verdsettelsestidspunktet for unoterte selskaper burde vært samtidig som for børsnoterte selskaper, vil dette kunne være et viktig bidrag.

6.3 Svakheter med oppgaven

Den største begrensningen med oppgaven, er at datasettet representerer kun en liten del av unoterte selskaper i Norge. Vi kan dermed ikke si at verdsettelsesrabatten er gyldig for alle norske unoterte selskaper. OTC-selskapene er imidlertid blant de mest omsatte og likvide unoterte selskapene, og er dermed svært aktuelle å studere i lys av formuesskatten.

Da datasettet inneholder begrenset med selskapsinformasjon utenfor RF-1028 og RF-1167, begrenser det muligheten for å kontrollere for unormale forhold som kan tenkes å påvirke både lignings- og markedsverdien for selskapene, som for eksempel konkurser og oppkjøp. Videre ville et lengre tidsperspektiv vært en fordel, spesielt da årene i starten av vår tidsperiode var preget av lavkonjunktur og finanskrise.

En annen begrensning ved oppgavene er at flere av selskapene har en stor andel av eiendelene investert i andre selskaper. Dette gjør at det kan være vanskelig å se den direkte effekten av ulike verdsettelsesregler. På grunn av begrensninger i tid har vi ikke hatt mulighet til å undersøke underliggende selskaper, og hva disse selskapene faktisk eier.

7. Litteraturliste

- Aarbakke, M. (1998). *Skatt på formue* (3. utg.). Oslo: Universitetsforlaget.
- Bienz, C., & Mjøs, A. (2015, 29. april). Formuesskatten og børsnoteringer. *Aftenposten*
Hentet 17.11.15 fra <http://www.aftenposten.no>
- Bjerksund, P., & Møen, J. (2015). *Høringssvar – NOU 2014:13 – Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. Hentet fra
https://www.regjeringen.no/contentassets/95fce9b4e5ac4e4dba0c4be03c6a8c6f/73_nhh.pdf
- Civita. (2009). *Flat skatt og økonomisk vekst: Effekten av skattereformer i OECD-land* (Civita notat nr 6/2009). Hentet 3.12.2015 fra
<http://www.civita.no/assets/2009/04/983-civita-notat-6-2009.pdf>
- Edson, C. (2012). *The Capital Constraining Effects of the Norwegian Wealth Tax*. Masteroppgave, Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Experian. (2015). *Formler på økonomiske nøkkeltall*. Hentet 01.12.15 fra
<http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>
- Finansdepartementet. (2008). *Endringer i formuesskatten gir bedre fordeling*. Hentet 19.11.2015 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/endringer-i-formuesskatten-gir-bedre-for/id530947/>
- Finanskomiteen. (2012). *Representforslag om forskning på de positive effektene av å fjerne formuesskatten*. Hentet 08.10.2015 fra <https://stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Representantforslag/2011-2012/dok8-201112-047/>
- Finnevolden, M. N., & Guldbrandsen, T. A. (2015). *En analyse av formuesskattens innvirkning på vekstselskaper*. Masteroppgave, Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Hansen, T. R., Møen, J., & Schjelderup, G. (2014, 28. mai). Formuesskatt og eiendeler. *DN*
Hentet 12.12.2015 fra
<http://www.dn.no/meninger/debatt/2014/05/27/Skatt/formuesskatt-og-eiendeler>
- Johnsen, T., & Lensberg, T. (2014). *A note on the cost of collecting wealth taxes*. Hentet 05.09.2015 fra http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2512663
- Knudsen, G. (2015). Aksjeselskap. I Store norske leksikon. Hentet 10.11.15 fra
<https://snl.no/aksjeselskap>
- KPMG. (2015). Formuesskatt – hva er formue og hva er gjeld? Hentet 9.11.2015 fra
<http://verdtavite.kpmg.no/formuesskatt-hva-er-formue-og-hva-er-gjeld.aspx>
- Lignings-ABC. (2015). Skatteetaten. Hentet 29.8.2015 fra
<http://www.skatteetaten.no/no/Radgiver/Rettskilder/Handboker/Lignings-ABC/Kapitler/A/?mainchapter=125607>

- Lyssand, H. (2009). Formuesskatten bør justeres, ikke avvikles. *NHH Paraplyen*. Hentet 12.10.2015 fra <http://paraplyen.nhh.no/paraplyen/arkiv/2009/august1/blank1/>
- Møen, J. (2014, 9. august). Skatt på norske eierskap? *DN*. Hentet 08.10.2015 fra <http://www.dn.no/meninger/debatt/2014/08/08/2155/Formuesskatt/skatt-p-norske-eierskap>
- Meld. St. 12. (2012-2013). *Perspektivmeldingen 2013*. Hentet 10.09.15 fra <http://www.regjeringen.no/contentassets/0825e498ab40465ea3836b06bebd6b93/no/pdfs/stm201220130012000dddpdfs.pdf>
- Meld. St. 1. (2015-2016). *Nasjonalbudsjettet 2016*. Hentet 09.10.2015 fra http://www.statsbudsjettet.no/upload/Statsbudsjett_2016/dokumenter/pdf/stmeld.pdf
- Menon. (2012). *Verdipapirforetakenes rolle i samfunnsøkonomien*. Menon-publikasjon nr 4/2012. Hentet fra <http://menon.no/upload/2012/11/06/rapport-verdipapirforetakene-verdiskaping.pdf>
- NHO. (2014). *Derfor bør formuesskatten fjernes*. Hentet 09.10.2015 fra <https://www.nho.no/Politikk-og-analyse/Skatter-og-avgifter/derfor-bor-formuesskatten-fjernes/>
- Nordea. (2015). Sparekonto. Hentet 06.10.2015: <http://www.nordea.no/privat/sparing/sparing-pa-konto/sparekonto.html#tab=Renter-og-priser>
- NOU 1989:14. *Bedrifts- og kapitalbeskatningen - en skisse til reform*. Hentet 29.09.15 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-1989-14/id583189/>
- NOU 1996:20. *Ny lov om eiendomsskatt*. Hentet 7.9.2015 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-1996-20/id116120/?ch=10>
- NOU 1999:7. *Flatere skatt*. Hentet 05.10.15 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-1999-7/id116559/?ch=3>
- NOU 2003:9. *Skatteutvalget - forslag til endringer i skattesystemet*. Hentet 19.09.15 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2003-9/id381734/>
- NOU 2007:8. *En vurdering av særavgiftene*. Hentet 16.09.15 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2007-8/id473567/?ch=6>
- NOU 2014:13. *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. Hentet 13.10.15 fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/bbd29ff81485402681c6e6ea46655fae/no/pdfs/nou201420140013000dddpdfs.pdf>
- Oslo Børs. (2015a). Notering. Hentet 15.11.15 fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Notering>
- Oslo Børs (2015b). Aksjer for alle. Hentet 17.11.2015 fra <http://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2015/07/Aksjer-for-alle-web.pdf>
- OTC-Liste. (2015). Hentet 28.09.15 fra OTC-liste: <https://snl.no/OTC-liste>

- Progressiv skatt. (2015). Hentet 7.11.2015 fra https://snl.no/progressiv_skatt
- Prop.1LS. (2013-2014). *Skatter, avgifter og toll 2014*. Hentet 16.09.15 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop-1-ls-20132014/id740943/?ch=1>
- Prop.1LS. (2014-2015). *Skatter, avgifter og toll 2015*. Hentet 09.10.2015 fra http://www.statsbudsjettet.no/upload/Statsbudsjett_2015/dokumenter/pdf/skatt.pdf
- Sakkestad, M., & Skarsgaard, K. K. (2013). *Den norske formuesskatten*. Masteroppgave, Norges Handelshøyskole, Bergen.
- Sandmo, A. (1985). The effects of taxation on saving and risk-taking. I A. J. Auerbach, & M. Feldstein, *Handbook of Public Economics* (Vol. Vol 3, ss. 265-311). Elsevier.
- Sandvik, B. (2015, 3. august). Formuesskatt på unoterte foretak. Arbeidsnotat (No. 0115). *Universitet i Bergen*. Hentet 01.10.2015 fra http://www.uib.no/sites/w3.uib.no/files/attachments/arbeidsnotat_0115.pdf
- Sættem, J. B., Brekke, A., & Hotvedt, S. K. (2014, 10. oktober). Derfor kan de rikeste ha null i inntekt. *Nrk*. Hentet 12.10.2015 fra nrk: <http://www.nrk.no/norge/derfor-kan-de-rikeste-ha-null-i-inntekt-1.11991193>
- Skatt. (2014). I Store norske leksikon. Hentet 1.9.2015 fra <https://snl.no/skatt>
- Skattedirektoratet. (2014). *Meldinger SKD. nr 6/2014*. Hentet 11.11.2015 fra http://www.skatteetaten.no/upload/PDFer/SKD-meldinger/Takseringsregler_20141126.pdf?epslanguage=nb-NO
- Skatteetaten. (2012). Verdsettelse av aksjer. Hentet 22.09.15 fra https://www.skatteetaten.no/upload/PDFer/handbok_-_aksje_mai_2012.pdf
- Skatteetaten. (2015). Formuesskatt. Hentet 06.10.2015 fra <http://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Formuesskatt/?ssy=2014>
- Skatteetaten, 2015. Alminnelig inntekt. Hentet 03.12.15 fra <http://www.skatteetaten.no/no/Tabeller-og-satser/Alminnelig-inntekt/>
- Skatteloven. *Lov av 1999-03-26 nr 14: Lov om skatt av formue og inntekt (skatteloven)*. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14>
- Slettebø, O. (2014). Stimulerer ikke til å selge seg ut. *DN*. Hentet 4.09.15 fra <http://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2014/08/08/2154/Formuesskatt/stimulere-r-til-ikke--selge-seg-ut>
- Solberg, E. (2014, 1. november). Derfor senker vi formuesskatten. *VG*. Hentet 18.10.15 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/Derfor-senker-vi-formuesskatten/id2351271/>
- Statistisk sentralbyrå. (2015a). Virksomheter. Hentet 27.11.2015 fra <https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/bedrifter/aar/2015-01-23>
- Statistisk sentralbyrå. (2015b). KPI. Hentet 15.11.2015 fra <https://www.ssb.no/kpi>

Statistisk sentralbyrå. (2014). Nyetablerte foretaks overlevelse og vekst, 2007-2012. Hentet 30.09.2015 fra <https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/statistikker/fordem/aar/2014-10-24>

St.meld. nr 41 (1998). *Næringspolitikk inn i det 21. århundret*. Hentet 10.11.15 fra https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/stmeld-nr-41-1998-/id191761/?q=intensiv&ch=1#match_3

VPFF. (2013). Beskrive av hvordan OTC-systemet fungerer. Hentet 6.10.2015 fra <http://www.vpff.no/NOTC/Hvordan-NOTC-listen-fungerer-og-reguleres>

VPFF. (2015). NOTC. Hentet 9.10.2015 fra <http://www.vpff.no/NOTC>

Zimmer, F. (1997). Lærebok i skatterett. Hentet 13.09.15 fra <http://www.nb.no/nbsok/nb/b0425683dd9da85bdf12cb0dd554010e.nbdigital?lang=no#0>

Zimmer, F. (2009). Formuesskatten i hovedpunkter. Hentet 8.10.2015 fra <http://www.uio.no/studier/emner/jus/jus/JUS5980/h11/undervisningsmateriale/Formuesskatt%20i%20hovedpunkter.pdf>

Zimmer, F. (2012). Formuesskatten i hovedpunkter. Hentet 07.09.2015 fra <http://www.uio.no/studier/emner/jus/jus/JUS5980/h12/undervisningsmateriale/formuesskatt-i-hovedpunkter.pdf>

8. Appendiks

8.1 Appendiks A: Balanse fra Næringsoppgave 2

Eiendeler

Eiendelsgruppe:

ANLEGGSMIDLER

1000 Forskning og utvikling	
1020 Konesjoner, patenter, lisenser, varemerker o.l. rettigheter	Immaterielle eiendeler
1070 Utsatt skattefordel	
1080 Goodwill (saldogruppe b)	
1105 Forretningsbygg (saldogruppe i)	
1115 Bygg og anlegg, hotell o.l. (saldogruppe h)	
1117 Elektroteknisk utrustning i kraftforetak mv. (saldogruppe g)	
1120 Fast teknisk installasjon i bygninger (saldogruppe j)	Fast eiendom
1130 Anlegg, maskiner under utførelse	
1150 Tomter og andre grunnarealer	
1160 Bolig inkl. boligtomter, hytter mv.	
1180 Investeringsseidomme	
1205 Personbiler, maskiner, inventar mv. (saldogruppe d)	
1221 Skip, rigger mv. (saldogruppe e)	
1225 Fly, helikopter mv. (saldogruppe f)	Driftsløsøre
1239 Vare- og lastebiler, busser mv. (saldogruppe c)	
1280 Kontormaskiner o.l. (saldogruppe a)	
1290 Andre driftsmidler	
1312 Investeringer i deltakerliknede datter- og konsernselskap	
1313 Investeringer i andre datter- og konsernselskap	
1320 Lån til foretak i samme konsern	
1331 Investeringer i deltakerliknede tilknyttede selskap	
1332 Investeringer i andre tilknyttede selskap	
1340 Lån til tilknyttet selskap og felles kontrollert virksomhet	Finansielle anleggsmidler
1350 Investeringer i aksjer, andeler og verdipapirfondsandeler	
1360 Obligasjoner	
1370 Fordringer på personlige eiere, styremedl. o.l.	
1380 Fordringer på ansatte	
1390 Andre fordringer	
1395 Netto pensjonsmidler	
9300 Sum anleggsmidler	
OMLØPSMIDLER	
1400 Varelager	Varelager
1490 Biologiske eiendeler	
1500 Kundefordringer, inkl. i samme konsern	
1530 Opptjent, ikke fakturert driftsinntekt	
1560 Andre fordringer på selskap i samme konsern	Fordringer
1565 Kortsiktige fordringer mot personlig eier/styremedl. o.l.	
1570 Andre kortsiktige fordringer	
1780 Krav på innbetaling av selskapskapital	
1800 Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler	Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler
1810 Markedsbaserte aksjer og verdipapirfondsandeler	
1830 Markedsbaserte obligasjoner, sertifikater mv.	
1840 Andre obligasjoner og sertifikater	Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd
1880 Andre finansielle instrumenter	
1900 Kontanter	
1920 Bankinnskudd	
9350 Sum omløpsmidler	

8.2 Appendiks B: Robustssjekk differanse

Robusthetstest for regresjonen med *Differanse* som avhengig variabel. Dropper observasjoner i år 2007 og 2008.

VARIABLER	Differanse		Log Differanse	
	(1) OLS	(2) RE	(1) OLS	(2) RE
LS-Gjeld	0.579* (0.326)	0,222 (0.280)	-0,0126 (0.0711)	-0,0222 (0.0682)
KS-Gjeld	0,908 (0.785)	0,431 (0.576)	0,0123 (0.194)	0,102 (0.188)
Årsresultat	0,0691 (0.304)	-0,0417 (0.220)	0.180** (0.0844)	0.144* (0.0785)
Lønnskostnad	-3,745 (3.837)	1,555 (5.358)	-0,0161 (0.104)	-0,0192 (0.107)
Immaterielle	-4,64 (3.843)	-2,102 (4.7)	0,0912 (0.0914)	0,122 (0.0995)
Fast eiendom	10.30* (5.567)	9.385** (4.176)	-0,00675 (0.115)	0,0735 (0.0970)
Driftsløsøre	-0.399* (0.212)	-0,25 (0.211)	0,0372 (0.124)	0,0351 (0.127)
Finansielle anleggsmidler	0,472 (0.309)	0,291 (0.265)	0,00309 (0.115)	-0,0343 (0.106)
Varelager	-7,206 (5.321)	-9,603 (9.966)	0,0217 (0.138)	-0,043 (0.150)
Fordringer	-0,0416 (0.438)	-0,33 (0.517)	0.453** (0.209)	0,0911 (0.164)
Markedsbaserte investeringer og bankinnskudd	-0,147 (0.520)	-0,215 (0.432)	-0.489** (0.205)	-0.353** (0.177)
Ikke-markedsbaserte aksjer og andeler	-0,532 (0.702)	-0,337 (0.534)	0,0268 (0.207)	-0,0457 (0.240)
Alder	-3.199e+08** (1.399e+08)	-1.003e+08 (7.278e+07)	-4.522*** (1.680)	-3.174* (1.797)
År 2010	1.417e+08** (6.868e+07)	1.268e+08*** (4.535e+07)	3.357*** (1.175)	2.854*** (1.009)
År 2011	2.035e+08* (1.042e+08)	1.361e+08** (5.987e+07)	1,514 (1.410)	1,258 (1.325)
År 2012	1.625e+08 (1.130e+08)	7.665e+07 (6.914e+07)	-0,848 (1.684)	-0,849 (1.529)
År 2013	1.329e+08 (9.146e+07)	9.060e+07 (7.199e+07)	-0,843 (1.633)	-0,236 (1.545)
År 2014	3.450e+08***	2.192e+08**	0,138	-0,348

	(1.304e+08)	(9.898e+07)	(1.791)	(1.541)
Bergverksdrift og utvinning	2.113e+06 (2.008e+08)	-1.314e+07 (1.457e+08)	0,448 (3.862)	0,422 (4.078)
Industri	4.013e+08* (2.140e+08)	1.226e+08 (1.521e+08)	2,451 (3.748)	1,688 (3.895)
Varehandel, rep motorvogner	2.026e+08 (1.754e+08)	4.614e+07 (1.217e+08)	-0,395 (3.615)	0,282 (3.757)
Transport og lagring	2.568e+08 (2.057e+08)	2.217e+08 (1.639e+08)	3,483 (4.122)	3,144 (4.255)
Informasjon og kommunikasjon	1.944e+08 (1.634e+08)	1.170e+08 (1.428e+08)	3,109 (3.424)	3,216 (3.538)
Finansierings- og forsikringsvirksomhet	4.220e+08* (2.257e+08)	2.856e+08 (2.136e+08)	3,299 (3.772)	2,186 (4.098)
Omsetning og drift fast eiendom	1.313e+09 (8.004e+08)	1.546e+09 (9.507e+08)	7.853** (3.689)	6.578* (3.689)
Faglig, vitenskapelig og teknisk tjenesteyting	2.356e+08 (1.870e+08)	1.136e+08 (1.553e+08)	5,072 (4.346)	5,386 (4.031)
Forretningsmessig tjenesteyting	-1.944e+08 (2.505e+08)	-2.546e+08 (2.824e+08)	-0,138 (3.603)	-1,579 (3.794)
Konstant	-2.445e+08 (1.710e+08)	-8.853e+07 (1.223e+08)	9.791** (4.603)	12.31*** (4.004)
Observasjoner	280	280	280	280
R ²	0,864	0,8315	0,253	0,2176
Antall selskap		86		86

8.3 Appendiks C: Do-fil

Datasett OTC-selskaper

```

*lager datasett
*henter data OTC
use "Q:\Formuesskatt\OTC_avid.dta"
*renser datasett
drop if orgnr ==.
drop if mv ==.
duplicates drop orgnr aar, force
save "C:\Mastern\Data\HovedOTC\OTCrenset.dta", replace
*henter data rf1028_p480
use Q:\Formuesskatt\rf1028_p480_avid.dta
*fjerner duplikater da mange har flere p480 verdier med 0 i tillegg til en verdi ulik null i samme år. Vi antar at
det er en feil i datasettet, og ønsker å benytte p480 verdi som er ulik null
gen abs480 = abs(p480)
sort orgnr aar
gsort orgnr aar -abs480
by orgnr aar: gen N = _N
by orgnr aar: gen n = _n
drop if p480==0 & n>1
duplicates list orgnr aar, f
duplicates drop orgnr aar, force
*tidskorrigerer p480
gen aar1 = aar+1
drop aar
rename aar1 aar
save "C:\Mastern\Data\HovedOTC\p480renset", replace
*Merger renset OTC og renset p480
use "C:\Mastern\Data\HovedOTC\p480renset", clear
merge 1:1 orgnr aar using "C:\Mastern\Data\HovedOTC\OTCrenset.dta"
save "C:\Mastern\Data\HovedOTC\mergedOTC_p480", replace
*kaster ut unødvendige variabler
drop if _merge<3
*finner antall selskaper og antall observasjoner av selskaper over årene
tabstat orgnr if n==1, stat(count)
tabstat orgnr, stat(count)
*appender regnskapsdata og kobler på regnskapsdata
*setter data som paneldata
sort orgnr aar
xtset orgnr aar
replace p480=0 if p480<0 //setter negative ligningsverdier til null
*næringsklassifisering
*gjør om gamle nacekoder til nye for år 07,08 og 09
gen nace=int(nace_kode_hoved/1000)
gen sn2007=nace
replace sn2007 = 1 if nace==1 & aar<=2009 //tilsvarende for resterende næringer og år
*påser at bedriftene har samme sn2007 i alle år
gen sn20072= sn2007
gsort orgnr -aar
by orgnr: gen N = _N
by orgnr: gen n = _n
*Bruker den nyeste nacekoden og erstatter gamle koder på samme bedrift
by orgnr: replace sn20072=sn20072[_n-1] if n>1
*genererer inflasjonsjusterte variabler
gen reell_mv = mv/0.98 if aar==2013 //gjør det samme for resterende år, samt resterende regnskapsdata
*setter plassering
* save "C:\Mastern\Data\HovedOTC\merged_Profitt_NUF_OTC_p480", replace

```

Oversikt over populasjonen OTC

```

*oversikt over næringer
tabstat orgnr if n==1, by(næring) stat(count)
*oversikt over gjennomsnittlig eiendelsfordeling
*genererer eiendelsgrupperinger
gen immatrielle=rf1167_p1000 + rf1167_p1020 + rf1167_p1070 + rf1167_p1080 // tilsvarende for alle grupper
tabstat immaterielle if n==1, stat(sum) //tilsvarende for alle grupper
*oversikt over eiendelspersentiler
gen aimmaterielle = immatrielle/reellsumei //tilsvarende for alle grupper
summarize aimmaterielle, detail
*deskriptiv statistikk gjeldsgrad
tabstat reell_gjeldsgrad, stat(min max mean sd p10 p25 p50 p75 p90) //tilsvarende for resterende år
*deskriptiv statistikk alder
*lager aldervariabel
tostring stiftelses_dato, replace
gen stiftaar=substr(stiftelses_dato,-4,4)
destring stiftaar, replace
gen alder=aar-stiftaar
tabstat alder, stat(min max mean sd median p10 p25 p50 p75 p90)
*nye noteringer på OTC listen
drop n N
sort orgnr aar
by orgnr: gen N = _N
by orgnr: gen n = _n
tabstat orgnr if n==1, stat(count)
*oversikt ligningsverdi og markedsverdi
*genererer logtransformerte variabler
gen lnreell_mv=ln(reell_mv)
gen lnreell_p480=ln(reell_p480) //tilsvarende for andre variable til regresjon senere
*setter udefinerte verdier til null
replace lnreell_p480=0 if lnreell_p480==.
*plot over variablene Markedsverdi og Ligningsverdi
graph twoway scatter reell_mv reell_p480
graph twoway scatter lnreell_mv lnreell_p480
*regresjon med Markedsverdi som avhengig variabel
reg reell_mv reell_p480, noconstant ro cluster(orgnr)
outreg2 using enkelreg.doc, replace ctitle(linlin enkelreg)
reg reell_mv reell_p480, ro cluster(orgnr)
outreg2 using enkelreg.doc, append ctitle(linlin enkelreg)
reg lnreell_mv lnreell_p480, noconstant ro cluster(orgnr)
outreg2 using enkelreg.doc, replace ctitle(loglog enkelreg)
reg lnreell_mv lnreell_p480, ro cluster(orgnr)
outreg2 using enkelreg.doc, append ctitle(loglog enkelreg)
*oversikt forhold ligningsverdi og markedsverdi
tabstat orgnr, by(aar) stat(count)
tabstat reell_forhold_p480_mv if aar==2014, stat(min max mean sd p10 p25 p50 p75 p90) //tilsvarende alle år
*årlig ligningsverdi og markedsverdi for populasjonen
format reell_mv %12.0f
tabstat reell_mv, by(aar) statistics(sum) f
format reell_p480 %12.0f
tabstat reell_p480, statistics(sum) by(aar) f
tabstat orgnr if reell_forhold_p480_mv>1, statistics(count) by(aar)
//tilsvarende gjøres med datasett uten tidskorrigerig av rf1028_p480 for "Årlig ligningsverdi over
markedsverdi, uten tidsforskyvning"
*oversikt over utvikling gjennomsnittlig ligningsverdi og markedsverdi over tid
*finder markedsverdi for OTC i 2006
use "C:\Mastern\Data\HovedOTC\OTCrenset.dta" //henter datasett over kun OTC
gen reell_mv=mV
replace reell_mv=mV/0.86
format reell_mv %12.0f

```

```
tabstat reell_mv if aar==2006, stat(sum) f
tabstat orgnr if aar==2006, stat(count)
```

Regresjoner OTC

```
sort orgnr aar
xtset orgnr aar
*lager tids- og næringsdummyer
xi:sum i.aar i.næring, mean
*lager aldersdummy
gen dalder=alder
replace dalder=0 if alder>5
replace dalder=1 if alder<=5
*regresjon lin-lin OLS
reg reell_differanse reell_lgjeld reell_kgjeld reell_åres reell_lønnsk immatrielle fast_eiendom
maskin_driftsløsøre finansielle varelager fordringer invest_bi_markedsbasert invest_ikke_markedsbasert dalder
_I*, ro cluster(orgnr)
outreg2 using reg.doc, replace ctitle(ols)
*regresjon linlin RE
xtreg reell_differanse reell_lgjeld reell_kgjeld reell_åres reell_lønnsk immatrielle fast_eiendom
maskin_driftsløsøre finansielle varelager fordringer invest_bi_markedsbasert invest_ikke_markedsbasert dalder
_I*, re cluster(orgnr)
outreg2 using reg.doc, append ctitle(re)
*regresjon log
drop if r167_p9400==. //dropper 4 observasjoner som har missing values i alle regnskapsdata, og dermed
ikke ble med i linregresjon, men ble satt til null ved log av ligningsverdi, for å studere de samme bedriftene
*log OLS
reg lndifferanse lngjeld lnkgjeld lnåres lnreell_lønnsk lnimmatrielle lnfast_eiendom lnmaskin_driftsløsøre
lnfinansielle lnvarerlager lnfordringer lninvest_bi_markedsbasert lninvest_ikke_markedsbasert dalder_I*, ro
cluster(orgnr)
outreg2 using reg.doc, replace ctitle(ols)
*log RE
xtreg lndifferanse lngjeld lnkgjeld lnåres lnreell_lønnsk lnimmatrielle lnfast_eiendom lnmaskin_driftsløsøre
lnfinansielle lnvarerlager lnfordringer lninvest_bi_markedsbasert lninvest_ikke_markedsbasert dalder_I*, re
cluster(orgnr)
outreg2 using reg.doc, append ctitle(re)
```

Deskriptivt

```
*inndelinger av ulike grupper, det deskriptive er gjort tilsvarende som for hele OTC (se over)
*HR-selskaper
use "C:\Mastern\Data\HovedOTC\merged_Profitt_NUF_OTC_p480"
gsort orgnr aar -abs480
by orgnr aar: gen N = _N
by orgnr aar: gen n = _n
drop if n!=1 //for å kun ha siste verdi av selskapet
drop if reell_vr<0.681 //tilsvarende for de andre type inndelingene
```

Datasett børsnoterte selskap

```
*henter børsdata
clear all
use "Q:\Formuesskatt\Børsnoterte301115_avid.dta", clear
drop if orgnr ==.
duplicates drop orgnr aar, force
*lager mv variabel
gen mv=Generic*SharesIssued
*fjerner alle obs som har vært lenger på børs/oslo axess enn et år, så vi kun har med nye noteringer
sort orgnr aar
by orgnr: gen N = _N
by orgnr: gen n = _n
drop if n>1
save "C:\Mastern\Data\CaseBørs\mergedNUF__profitt_Børs_p480", replace
```

*merger renset og tidskorrigert data over rf1028_p480 med data fra børsdata, og kobler på resterende regnskapsdata, tilsvarende som for OTC. Samme databehandling som OTC

Selskaper som går fra OTC til Oslo Børs

```
*gir nytt navn på mv for å identifisere mv fra henholdsvis OTC og Børs
use "C:\Mastern\Data\HovedOTC\merged_Profitt_NUF_OTC_p480"
gen OTCmv=reell_mv
use "C:\Mastern\Data\CaseBørs\mergedNUF__profitt_Børs_p480"
gen børsmv=reell_mv
*merger datasett over børsnoterte med OTC-datasett
*identifiserer selskaper som går fra OTC til børs
tabstat orgnr if _merge==3, by(aar) stat(count N)
*oversikt ligningsverdi, markedsverdi Børs og OTC for selskaper som går på børs
tabstat OTCmv if _merge==3, by(aar) stat(sum)
tabstat børsmv if _merge==3, by(aar) stat(sum)
tabstat reell_p480 if _merge==3, by(aar) stat(sum)
*oversikt forhold ligningsverdi over markedsverdi
*delar inn i grupper selskaper som går på børs og selskaper som ikke går på børs ved hjelp av dummy
gen børsdummy=1 if orgnr==... & aar==2007 //viser ikke aidentifisert orgnr pga konfidensialitet
replace børsdummy=1 if orgnr==...& aar==2008 //gjør tilsvarende for alle som børsnoteres i året eller neste år
tabstat orgnr if børsdummy==0, by(aar) stat(count)
tabstat orgnr if børsdummy==1, by(aar) stat(count)
format OTC_mv %12.0f
tabstat OTC_mv if børsdummy==0, by(aar) statistics(sum) f //tilsvarende for børsdummy==1
format reell_p480 %12.0f
tabstat reell_p480 if børsdummy==0, by(aar) statistics(sum) f //tilsvarende for børsdummy==1
```

Regresjon OTC til børs

```
*enkel reg
sort orgnr aar
xtset orgnr aar
reg børsdummy reell_differanse, ro cluster(orgnr)
outreg2 using enkelreg.doc, replace ctitle(lin)
reg børsdummy lndifferanse, ro cluster(orgnr)
outreg2 using enkelreg.doc, append ctitle(log)
*regresjon med flere variabler
xi:sum i.aar i.næring, mean
reg børsdummy reell_differanse reell_lgjeld reell_kgjeld reell_åres reell_lønnsk immaterielle fast_eiendom
maskin_driftsløsøre finansielle varelager fordringer invest_bi_markedsbasert invest_ikke_markedsbasert dalder_I*, ro cluster(orgnr)
outreg2 using reg.doc, replace ctitle(lin)
reg børsdummy lndifferanse lngjeld lncgjeld lnreell_åres lnreell_lønnsk lnimmaterielle lnfast_eiendom
lnmaskin_driftsløsøre lnfinansielle lnvarelager lnfordringer lninvest_bi_markedsbasert
lninvest_ikke_markedsbasert dalder_I*, ro cluster(orgnr)
outreg2 using reg.doc, append ctitle(log)
```