



Verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper for formuesskatt

En analyse av metoder for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte selskaper

Markus Rogne Myklebust og Sverre Laurits Øverland

Veileder: Professor Guttorm Schjelderup

Masterutredning i finansiell økonomi

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

Formålet med oppgaven er å undersøke hvordan reglene for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte aksjer kan forbedres. Eventuelle forbedringer av dagens regler for fastsetting av formuesverdi for formuesskatten kan bidra til økt rettferdighet og økonomisk effektivitet, i tillegg til å være relevant for andre fagområder som eksempelvis skattlegging av opsjoner.

Først sammenlignes ligningsverdier og markedsverdier for norske ikke-børsnoterte selskaper. Deretter testes en sveitsisk modell for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper, som i utgangspunktet kombinerer kapitalisert resultat og substansverdi. Motivert av svakheter og begrensninger ved den sveitsiske modellen, vurderes avslutningsvis en mulig tilpasning av den sveitsiske modellen, en alternativ modell til den sveitsiske, i tillegg til andre mulige forbedringer av det norske systemet. Analysen gjøres basert på registerdata fra Skatteetaten og Samfunns- og næringslivsforskning (SNF) for 162 selskaper fordelt på 396 observasjoner fra Euronext Growth og Euronext NOTC i perioden 2013 - 2021.

Opgaven konkluderer med at ligningsverdi for utvalget av ikke-børsnoterte selskaper i gjennomsnitt utgjør 32 prosent av markedsverdi. Dette tilsvarer en verdsettelsesrabatt på 68 prosent. Ved å bruke den formelbaserte sveitsiske metoden øker verdsettelsen i gjennomsnitt med kun ett prosentpoeng, fra 32 prosent til 33 prosent av markedsverdi. Sentrale utfordringer ved den sveitsiske modellen er for lav verdsettelse av selskaper med negativt resultat, at bokført egenkapital i begrenset grad reflekterer faktisk markedsverdi, og bruk av én felles diskonteringsrente for alle selskaper. For ikke-finansielle selskaper med positivt resultat, estimerer den sveitsiske modellen en verdi som i gjennomsnitt utgjør 58 prosent av markedsverdi.

Ved å tilpasse den sveitsiske modellen, gjennom å bruke ligningsverdi som et nedre gulv, øker gjennomsnittlig estimert verdi fra 33 prosent til 39 prosent av markedsverdi. En alternativ modell, som diskonterer driftsresultat og bruker ligningsverdi som nedre gulv, estimerer gjennomsnittlig verdi til 35 prosent av markedsverdi. Avslutningsvis foreslås mulige forbedringer av det norske systemet, som å benytte markedsverdier til å verdsette selskaper notert på Euronext Growth, samt å vurdere og gjøre det for selskaper på Euronext NOTC. Det foreslås også å fjerne verdsettelsesrabatten på 25 prosent for ikke-børsnoterte aksjer, i tillegg til å endre verdsettelsestidspunktet for slike selskaper for å unngå skattetilpasninger.

Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH) høsten 2022. Utredningen utgjør 30 studiepoeng, og er skrevet innenfor vår hovedprofil i finansiell økonomi.

Tema for oppgaven er inspirert av et ønske om å arbeide med et anvendt skattespørsmål, blant annet som en følge av økt interesse for skatt etter å ha hatt kurset «Personlig økonomi» i begynnelsen av masterstudiet. I samarbeid med veileder professor Guttorm Schjelderup kom vi frem til verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper for formuesskatt som utgangspunkt for valg av problemstilling. Oppgaven tar for seg den kanskje mest sentrale utfordringen med dagens formuesskatt, og vi mener at oppgaven dermed kan være et relevant, empirisk bidrag til debatten om fremtiden til den norske formuesskatten.

Vi ønsker å takke veileder Guttorm Schjelderup for svært raske og konstruktive tilbakemeldinger. Videre vil vi takke professor Jarle Møen for hjelp med innhenting og behandling av data fra Skatteetaten, samt anonymisering av datasett og nyttige innspill. Vi vil også rette en takk til Hans Martin Male ved Oslo Børs for uthenting av sluttkurser fra Euronext Growth, samt øvrige ansatte ved høyskolen som har besvart større og mindre henvendelser de siste månedene.

Avslutningsvis ønsker vi å takke våre medstudenter for fem hyggelige og lærerike år i Bergen.

Bergen, desember 2022

Markus Rogne Myklebust

Sverre Laurits Øverland

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
INNHALDSFORTEGNELSE	4
1. INNLEDNING	6
1.1 MOTIVASJON	6
1.2 PROBLEMSTILLINGER	7
1.3 FORMÅL	8
1.4 STRUKTUR OG OPPBYGNING	8
2. TEORI	9
2.1 FORMUESSKATT	10
2.2 INTERNASJONAL FORSKNING PÅ FORMUESSKATT	12
2.3 VERDSETTELSESTEORI	14
2.4 VERDSETTELSE AV IKKE-BØRSNOTERTE SELSKAPER I SKATTESYSTEMET	27
2.5 DEN SVEITSISKE MODELLEN	30
3. DATA	38
3.1 DATAKILDER	39
3.2 SAMMENKOBLING AV DATAKILDER.....	43
3.3 RENSING AV DATASETT	44
3.4 DATABEHANDLING	44
3.5 OVERSIKT OVER POPULASJONEN	49
3.6 VURDERING AV UTVALGETS REPRESENTATIVITET	51
3.7 VURDERING AV MARKEDSVERDIENES RELEVANS	53
4. ANALYSE	55
4.1 LIGNINGSVERDI SAMMENLIGNET MED MARKEDSVERDI.....	55

4.2	SVEITSISK MODELL SAMMENLIGNET MED LIGNINGSVERDI OG MARKEDSVERDI.....	58
4.3	DISKONTERINGSRENTENS BETYDNING FOR MODELLEN	72
4.4	UTFORDRINGER MED DEN SVEITSISKE MODELLEN.....	77
4.5	MULIGE TILPASNINGER AV DEN SVEITSISKE MODELLEN, ALTERNATIVE TILNÆRMINGER OG MULIGE FORBEDRINGER AV DAGENS REGLER.....	81
5.	AVSLUTNING.....	96
5.1	KONKLUSJON	96
5.2	SVAKHETER VED OPPGAVEN.....	97
5.3	FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING	97
6.	LITTERATURLISTE	98

1. Innledning

1.1 Motivasjon

Flere, deriblant Gobel og Hestdal (2015) fra Norges Handelshøyskole (NHH) og senere Andresen og Bø (2022) i Statistisk Sentralbyrå (SSB), har vist at ikke-børsnoterte selskaper i gjennomsnitt har lavere skattemessig verdsettelse enn markedsverdi. Dette gjør investeringer i ikke-børsnoterte aksjer særlig attraktivt fra et formuesskattesperspektiv sammenlignet med investeringer i formuesobjekter som verdsettes til markedsverdi, som for eksempel børsnoterte aksjer. Som flere skatteutvalg har påpekt, er dette en ineffektivitet ved den norske formuesskatten. Videre er fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte selskaper en av de største utfordringene med formuesskatten (OECD, 2018, s. 85), og det er ikke enighet om hvordan problemstillingen bør løses.

Med dette som utgangspunkt ønsker vi å undersøke om det kan utformes en bedre modell for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte selskaper. I Sveits verdsettes ikke-børsnoterte selskaper etter en formelbasert modell som kombinerer verdien av kapitalisert resultat og substansverdi, og vi ønsker å teste hvordan en slik modell kunne fungert i Norge. Deretter drøftes det hvordan en slik modell eventuelt kan tilpasses hvis den skulle innføres i Norge, alternative tilnærminger til modell, samt andre mulige forbedringer av dagens system i Norge.

Ambisjonen vår er å gi et objektivt og empirisk bidrag til debatten om hvordan den norske formuesskatten kan forbedres. Vi finner det motiverende at oppgaven er direkte policy-relevant, og at den har potensiale til å kunne bedre beslutningsgrunnlaget for utformingen av økonomisk politikk. Videre er oppgaven en del av en faglig utvikling med økt fokus på formues- og inntektsspørsmål. Økende formuesulikhet har bidratt til mer oppmerksomhet rundt fordelingsspørsmål, og dermed økt formuesskattens aktualitet internasjonalt. Nasjonalt har debatten om formuesskatten igjen blusset opp i lys av regjeringens senere økning av satsene, samt utflyttingen av flere formuende personer det siste året.

Det er også motiverende at eventuelle forbedringer av reglene for fastsetting av formuesverdi av ikke-børsnoterte selskaper kan bidra til økt rettferdighet og økonomisk effektivitet. Dessuten kan arbeidet være nyttig for andre områder, eksempelvis for skattelegging av opsjoner. I fellesskap gjør de nevnte forholdene at vi ønsket å fordype oss i formuesskatt generelt, og regler for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte selskaper spesielt.

1.2 Problemstillinger

Oppgaven har som formål å undersøke hvordan reglene for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte aksjer kan forbedres.

Analysen gjennomføres med å ta utgangspunkt i følgende tre problemstillinger:

1. Hvor stor er forskjellen mellom ligningsverdi og markedsverdi for et utvalg ikke-børsnoterte selskaper i Norge i perioden 2013 - 2021?
2. Hvordan kunne en sveitsisk modell fungert i Norge, og hva ville verdsettelsen blitt sammenlignet med ligningsverdi og markedsverdi?
3. Hvordan kan den sveitsiske modellen tilpasses hvis den skal innføres i Norge, og hvilke alternative forslag kan vurderes for å forbedre dagens system?

Analysen av de tre problemstillingene gjøres med utgangspunkt i selskaper notert på Euronext Growth og Euronext NOTC i perioden 2013 til 2021. Utfordringen med å verdsette ikke-børsnoterte selskaper er nettopp at det ofte ikke finnes en oppdatert og objektiv markedsverdi for slike selskaper. Selskaper notert på Euronext Growth og Euronext NOTC behandles skattemessig som ikke-børsnoterte selskaper. Samtidig har man tilgang til markedsverdier fordi selskapene handles på en åpen markeds plass.

Den første problemstillingen har til hensikt å oppdatere tidligere arbeid som er gjort for å estimere verdsettelsesrabatten for ikke-børsnoterte selskaper i Norge.

Hensikten med den andre problemstillingen er å teste hvordan den sveitsiske modellen for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper kunne fungert i Norge. I analysen av den sveitsiske modellen sammenlignes tre verdier, 1) ligningsverdi fra Skatteetaten 2) beregnet verdi etter sveitsisk modell og 3) markedsverdi ved årsskiftet basert på sluttkurs på Euronext Growth eller Euronext NOTC.

Bakgrunnen for den siste problemstillingen er todelt. Først vurderes det hvordan den sveitsiske modellen kan tilpasses hvis den eventuelt skulle innføres i Norge. Deretter analyseres en alternativ tilnærming til verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper, samt andre mulige forbedringer av dagens regler med utgangspunkt i den foregående analysen.

1.3 Formål

Utgangspunktet for oppgaven er å undersøke hvordan de norske skattereglene for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte selskaper kan forbedres.

Først estimeres verdsettelsesrabatten til ikke-børsnoterte selskaper ved å sammenligne ligningsverdier med markedsverdier. Dette er en oppdatering av analysen til Gobel og Hestdal (2015). Formålet med denne delen er å tilføre et oppdatert bidrag til tidligere arbeid, samt å validere egne resultater.

Deretter testes det hvordan innføringen av en sveitsisk modell for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper kunne fungert i Norge. Analysen gjennomføres ved å sammenligne beregnet verdi etter den sveitsiske modellen med ligningsverdi fra Skatteetaten og markedsverdi fra Euronext Growth og Euronext NOTC.

I den siste delen av analysen vurderes mulige tilpasninger av den sveitsiske modellen, en alternativ verdsettelsesmodell, samt forbedringer av det nåværende norske systemet.

Formålet med oppgaven er å gi et objektivt og empirisk bidrag til debatten om hvordan den norske formuesskatten kan forbedres.

1.4 Struktur og oppbygning

Oppgaven består av seks hovedkapitler der dette er det første. I kapittel 2 introduseres teori om formuesskatt, verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper, skatteprinsipper og den sveitsiske modellen. Deretter følger kapittel 3 som beskriver oppgavens datagrunnlag, samt databehandlingen som er gjort. I kapittel 4 presenteres analysen med utgangspunkt i oppgavens problemstillinger. Kapittel 5 inneholder konklusjon, svakheter ved oppgaven, samt forslag til videre forskning. Referanseliste følger i kapittel 6.

2. Teori

Innledningsvis introduseres teori om formuesskatt. Deretter følger en kort beskrivelse av formuesskattens utbredelse blant sammenlignbare land i Europa og hvordan den er utformet i Norge. Dette blir etterfulgt av en redegjørelse av internasjonal forskning relatert til fordeler og ulemper ved skatten. En av de største utfordringene med formuesskatten er hvordan de ulike eiendelene som utgjør basen for skatten skal verdsettes, noe som også er temaet for oppgaven.

Introduksjonen av formuesskatten etterfølges av en redegjørelse av hvorfor markedsverdier er det teoretisk riktige utgangspunktet for fastsetting av formuesverdi. Deretter presenteres metoder for verdsettelse av selskaper, inkludert en diskusjon av problemstillinger særskilt relevant for verdsettelsen av ikke-børsnoterte selskaper. Verdsettelsesteorien etterfølges av en introduksjon av prinsipper for utforming av skatteregler, før verdsettelsesmetodene ses i lys av de presenterte prinsippene.

Etter verdsettelsesteorien følger en beskrivelse av reglene som gjelder for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper i andre sammenlignbare land i Europa. Deretter redegjøres det for reglene som gjelder i Norge.

Teoridelen avsluttes med en kort innføring av det sveitsiske skattesystemet, etterfulgt av en beskrivelse av den sveitsiske modellen for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper for formuesbeskatning.

2.1 Formuesskatt

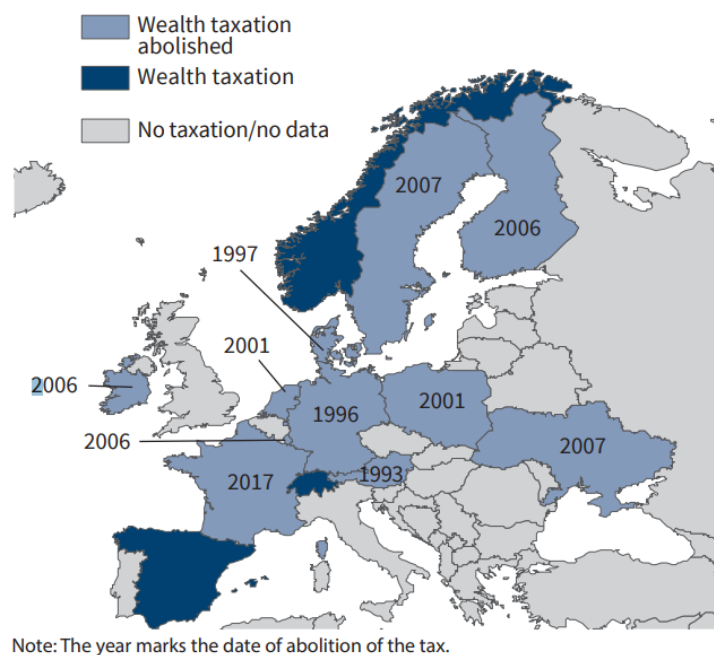
2.1.1 Hva er formuesskatt?

Ifølge Scheuer og Slemrod (2021) er formuesskatt en skatt på eierskap av netto formue, mer spesifikt skattebetalers netto eiendeler fratrukket netto gjeld. En generell egenskap ved formuesskatten er at den er «bred», som betyr at den omfatter de fleste eller alle eiendelene til skattebetaleren (Advani, Chamberlain & Summers, 2021). I praksis kan basen for skatten innskrenkes av unntak, fradrag eller fordelaktig behandling, eksempelvis en verdsettelsesrabatt for visse eiendeler (Scheuer & Slemrod, 2021). Formuesskatt innkreves som hovedregel på bakgrunn av bosted, men kan i utgangspunktet også baseres på statsborgerskap (Saez & Zucman, 2019). Videre kan skatten være nasjonal, regional, eller en kombinasjon av de to (OECD, 2018).

Formuesskatten skiller seg tydelig fra andre type skatter relatert til formue. Arveskatt er for eksempel en skatt på overføring av formue mellom individer, mens kapitalgevinstskatt er en sporadisk skatt på økning i verdi til en spesifikk formuesgjenstand (Advani, Chamberlain & Summers, 2021; OECD, 2018). Denne oppgaven vil ta utgangspunkt i en løpende årlig formuesskatt. Det finnes andre mulige innretninger, eksempelvis en engangs-formuesskatt, men det er mindre utbredt og gir andre politiske og praktiske betingelser (Advani, Chamberlain & Summers, 2021). Vi har derfor valgt å avgrense oppgaven til en årlig formuesskatt.

2.1.2 Formuesskatten i et internasjonalt perspektiv

Vi har innledningsvis gitt en kort innføring i formuesskatten. Videre beskrives formuesskatten i et internasjonalt perspektiv, med fokus på utviklingen i sammenlignbare europeiske land de siste tiårene. Ifølge Scheuer og Slemrod (2021) har formuesskatten historisk vært utbredt, men få land har beholdt den de siste tiårene. For eksempel hadde 12 OECD-land årlig formuesskatt i 1990, men de fleste har avviklet den siden den gang. I 2021 var det kun Norge, Sveits, Spania og til dels Nederland blant OECD-landene som fremdeles hadde formuesskatt (Thoresen, Ring, Nygård & Epland, 2021). Noen av landene som har fjernet formuesskatten de siste tiårene er Danmark, Østerrike, Tyskland, Sverige, Finland, Island, Luxemburg og Frankrike (OECD, 2018). Figuren under laget av *The Ifo Institute for Economic Research* illustrerer utviklingen.



Figur 1: Formuesskattens utvikling i Europa (Drometer, Frank, Pérez, Rhode, Schworm & Stitteneder, 2018, s. 4)

Scheuer og Slemrod (2021) argumenterer for at utviklingen beskrevet over kan tyde på at landene har konkludert med at ulempene ved skatten overgår fordelene. Argumenter for og mot formuesskatt blir nærmere redegjort for i delkapittel 2.1.

Thoresen et al. (2021) forklarer at interessen for formuesskatten har økt i nyere tid, og at dette hovedsakelig kan tilskrives nyere trender innenfor inntekts- og formuesulikhet. Nyere arbeid viser en betydelig større og økende formuesulikhet sammenlignet med inntektsulikhet (Aaberge, Modalsli & Vestad, 2020). Videre er det et økende press på myndigheter verden rundt for å styrke balansen fra nye inntektsstrømmer, og i denne sammenheng er formuesskatt et mulig alternativ (OECD, 2018).

2.1.3 Den norske formuesskatten

I Norge betaler enkeltpersoner årlig formuesskatt til stat og kommune av nettoformuen per 31. desember (Skatteetaten, 2022). Nettoformuen kan for eksempel bestå av eiendeler som fast eiendom, aksjer, bankinnskudd eller kjøretøy, og beregnes ved å trekke verdien av fradragsberettiget gjeld fra verdien av eiendelen(e). For enslige skatteyttere i 2022 er satsen for formuesskatt til kommunene 0.7% over 1,700,001 kroner. Formuesskatt til staten er 0.25% mellom 1,700,001 – 20,000,000 kroner og 0.4% over 20,000,001 kroner. Samlet skattesats for formue over 20 millioner kroner blir dermed 1.1%. For ektepar er kronegrensene for

formuesskatten det dobbelte (Skatteetaten, 2022). Reglene for formuesskatten vil beskrives mer detaljert senere i underkapittel 2.4.2 *Ikke-børsnoterte aksjer i Norge*.

2.2 Internasjonal forskning på formuesskatt

Formuesskatt er et omdiskutert og sammensatt tema. Ettersom debatten er svært omfattende, er formålet med den kommende gjennomgangen å belyse hovedlinjene og områdene som er mest relevante for oppgaven.

Debatten om formuesskatten handler først og fremst om «fordelingseffekter og eventuelle uheldige atferdsendringer knyttet til økonomisk effektivitet, slik som effekter på sparing, investering og entreprenørskap» (Thoresen et al., 2021, s. 3). En rapport fra OECD (2018) understreker at det er viktig å se de ulike argumentene i debatten i lys av eksisterende regler i det enkelte skatteregimet, i tillegg til sosiale og sosioøkonomiske karaktetikker ved det enkelte land. Rapporten fra OECD (2018) konkluderer også med at det fra et effektivitets- og rettferdighetsperspektiv ikke er tilstrekkelig argumenter for å innføre en formuesskatt i et skattesystem med brede og godt utformede kapitalinntekts- og arveskatter, men at det er flere argumenter for å innføre en formuesskatt som et (imperfekt) substitutt for disse skattene. En formuesskatt vil for eksempel i større grad kunne forsvares i land med lav eller ingen skatt på kapitalgevinst (Sveits), eller ingen arveskatt (Norge).

2.2.1 Argumenter for formuesskatt

Som redegjort for i Scheel-utvalget (NOU 2014:13, s. 54) har skatte- og avgiftssystemet i Norge tre hovedoppgaver: 1) påvirke fordelingen av inntekt og formue, 2) sikre offentlige inntekter, og 3) korrigere markedssvikt. Det vanligste argumentet for formuesskatten er at den reduserer formuesulikhet ved å øke skattebyrden for individer med høy formue (Scheuer & Slemrod, 2021). Med økende formuesulikhet (Aaberge, Modalsli & Vestad, 2020), fremstår dette som en sentral begrunnelse for formuesskatten, da formuesskatt kan være et virkemiddel for å sikre progressivitet på toppen av inntekts- og formuesfordelingen.

En annen viktig begrunnelse for skatten er at den frembringer viktige inntekter til staten. I Sveits trekkes eksempelvis det høye skatteprovenyet fra formuesskatten frem som det viktigste argumentet for at man skal videreføre skatten (Hongler & Mauchle, 2020). Videre kan man argumentere for at formuesskatten kan være et nyttig verktøy for å komplettere det eksisterende skattesystemet, for eksempel ved å tette hull. Bjerksund og Schjelderup (2021) har vist hvordan

aksjonærmodellen i det norske skattesystemet gir incentiver til å spare i selskapssfæren og dermed muligheter til å skape store utsatte skatteregninger, som videre gir en opsjonsverdi fordi skattebetaleren kan vente på gunstigere regelendringer eller flytte fra Norge og unngå hele skatten etter 5 år¹. En formuesskatt vil i dette tilfellet sikre beskatning av urealiserte gevinster, redusere incentivene til å tilbakeholde overskudd og beskatte skattekreditten. Bjerksund og Schjelderup (2021) viser også at formuesskatten fremmer økonomisk effektivitet fordi den kan bidra til å gjøre aksjonærbeskatningen periodiseringsnøytral (dvs. at aksjonær blir indifferent mellom å ta utbytte eller spare gjennom selskapet).

Saez og Zucman (2019) argumenterer for at en formuesskatt kan innføres effektivt dersom man utformer skatten slik at den: 1) motvirker skatteplanlegging, 2) motvirker at de rikeste flytter fra skatten, 3) inkorporerer systematisk rapportering av formuesnivå og 4) utarbeider gode verdsettelsesmetoder for ikke-børsnoterte selskaper.

2.2.2 Argumenter mot formuesskatt

Ifølge Kopczuk (2019) er de økonomiske argumentene for en formuesskatt fremfor godt utformede kapital - og arveskatter svake. Han fremhever også at det er store administrative utfordringer knyttet til implementeringen og oppfølgingen av den. De vanligste argumentene som brukes mot formuesskatten er at den fører til en uheldig vridning fra sparing og investering mot konsum, gir dobbeltbeskatning, hemmer entreprenørskap og risikotaking, gir likviditetsutfordringer, straffer aktivaklasser med lav avkastning, svekker incentivet til å børsnotere selskaper, fører til kapitalflukt, samt at den gir muligheter for skatteplanlegging og skatteunndragelse (OECD, 2018; NOU 2014:13). Videre er et sentralt argument mot formuesskatten at det er vanskelig å verdsette alle formuesobjekter korrekt til markedsverdi. I den norske debatten er forskjellsbehandling av norske og utenlandske investorer et annet mye brukt argument².

¹ I regjeringens budsjettforlik med SV ble det foreslått en endring i utflyttingsskatten på aksjer, den såkalte «exit-skatten», ved at fem-årsregelen oppheves (BDO, 2022)

² Argumentet er faglig omdiskutert. Se f.eks. Bjerksund og Schjelderup (2022) som viser at en utenlandsk investor uten formuesskatt og hjemlig investor med formuesskatt vil verdsette en virksomhet likt.

2.3 Verdsettelsesteori

2.3.1 Hvorfor trengs markedsverdier?

Fastsetting av formuesverdi for eiendelene som utgjør grunnlaget for beskatning blir gjerne omtalt som det mest problematiske aspektet ved formuesskatten (Daly, Hughson & Loutzenhiser, 2020). Det er konsensus i litteraturen om at utgangspunktet for fastsetting av formuesverdi for formuesbeskatning bør være markedsverdier (Daly et. al, 2020, s. 4; Saez & Zucman, 2019; Sandford, Willis & Ironside, 1975). OECD (2018, s. 85) definerer markedsverdi som “the price at which an asset would trade in a competitive market”. For objekter som sjeldent eller aldri omsettes i et åpent marked kan ikke slike markedsverdier observeres direkte. Utfordringen blir dermed hvordan formuesverdien for slike formuesobjekter skal fastsettes. Det er vanskelig å verdsette slike formuesobjekter korrekt, hyppig og med lav ressursinnsats for skattemyndigheter og skatteyter. Det er derfor avgjørende å finne metoder med høy presisjon og forutsigbarhet, som samtidig er effektive.

Saez og Zucman (2019) har videre slått fast at gode metoder for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper er avgjørende for formuesskattens integritet. Spørsmålet blir dermed hvordan formuesverdien til ikke-børsnoterte selskaper for formuesbeskatning bør fastsettes.

Utgangspunktet for den norske formuesskatten er at formuesobjekter skal verdsettes til markedsverdi (Andresen & Bø, 2022, s. 4). For ikke-børsnoterte aksjer, som sjeldent omsettes mellom uavhengige parter, foreligger det ofte ikke relevant markedsprising. Som det blir nærmere redegjort for i neste delkapittel, verdsettes derfor ikke-børsnoterte aksjer som hovedregel til sin forholdsmessige andel av selskapets bokførte egenkapital, fratrukket en rabatt på 25 prosent. Flere, deriblant Andresen og Bø (2022) og Gobel og Hestdal (2015), har tidligere funnet at den skattemessige verdsettelsen av ikke-børsnoterte selskaper i Norge er betydelig lavere enn markedsverdien. Eksempelvis fant Gobel og Hestdal (2015) at verdsettelsesrabatten tilsvarte 68 prosent for selskaper notert på Euronext NOTC etter særregelen og 70 prosent etter hovedregelen. Som vist i analysen senere i oppgaven, finner vi lignende resultater basert på et oppdatert datagrunnlag beregnet etter hovedregelen. Vi finner at ligningsverdi for selskapene i utvalget i snitt utgjør 32 prosent av markedsverdier, altså en rabatt på 68 prosent.

Som diskutert av Andresen og Bø (2022, s. 4) kan lavere skattemessig verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper ha uheldige konsekvenser for forskning, offisiell statistikk, økonomisk effektivitet, og i tillegg gi lavere skatteinngang. Økonomisk effektivitet kan for eksempel

påvirkes ved at investeringer vris til unoterte selskaper, og ved at færre selskaper børsnøteres. Viktigheten av nøytral verdsettelse av ulike formuesobjekter støttes også av Advani et. al. (2021) som understreker at det er avgjørende og konsekvent bruke markedsverdier for å sikre likhet og nøytralitet. Dersom skattesystemet favoriserer investeringer i enkelte aktivaklasser gjennom systematisk for lave verdsettelsener av noen eiendeler, vil investeringer vris mot disse. Skattefavorisering vil svekke effektiviteten i økonomien fordi investeringene i aktivaklasser som behandles gunstig i skattesystemet vil få høyre avkastning etter skatt, og derfor tiltrekke seg en uforholdsmessig stor andel av investeringene. At investeringer i ikke-børnnoterte selskaper øker med en formuesskatt som favoriserer slike selskaper er vist formelt av Hansen og Sandvik (2022, s. 42). Bjerksund og Schjelderup (2022) viser at en aksjerabatt gir investorer insentiver til å vri investeringer bort fra mer risikable aksjer og over til mindre risikable aksjer. I tillegg til å bidra til økonomisk ineffektivitet, vil en formuesskatt som verdsetter sentrale formuesgrupper ulikt også være urettferdig (Zimmer, 2015). Hvis ulike aktivaklasser verdsettes ulikt, vil det oppstå ulikhet i skattebyrden mellom skatteyttere som har formue av samme verdi, men sammensatt på ulik måte (Zimmer, 2015).

Videre presenteres teoretiske metoder for å verdsette selskaper. Formålet med verdsettelsesmetodene er i denne sammenheng å kunne bestemme en virksomhets korrekte markedsverdi, fordi man ønsker å bruke denne verdien som grunnlag for formuesbeskatning. Etter introduksjonen av det teoretiske utgangspunktet for verdsettelse av selskaper, introduseres prinsipper for gode skattesystem. Deretter ses verdsettelsesteorien og skatteprinsippene i sammenheng for å inkorporere hensynet til praktisk, økonomisk politikk.

2.3.2 Modeller for selskapsverdsettelse

Ifølge Plenborg og Kinserdal (2021, s. 334), finnes det i utgangspunktet fire innfallsvinkler til å verdsette en virksomhet. Man kan verdsette selskaper basert på 1) nåverdi av fremtidige kontantstrømmer, 2) relativ verdsettelse (multipler), 3) virksomhetens eiendeler, eller 4) ved bruk av realopsjoner. Plenborg og Kinserdal (2021, s. 335) understreker at praktikere i stor grad baserer seg på de to førstnevnte metodene. Bruk av realopsjoner fremstår mindre relevant for oppgavens problemstilling, og vil derfor ikke bli omtalt i det videre.

Ifølge dividendemodellen, først utviklet av Williams i 1938, er den teoretisk riktige verdien av et selskap nåverdien av fremtidige utbytter, inkludert likvidasjonsutbyttet (Plenborg &

Kinserdal, 2021, s. 338). I tilfeller med en uendelig utbyttestrøm og en konstant diskonteringsfaktor (r_e), er markedsverdien etter dividendemodellen gitt ved følgende formel:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{Utbytte}{(1 + r_e)^t}$$

Et selskaps markedsverdi er ifølge dividendemodellen altså bestemt av to forhold, størrelsen på utbyttene og diskonteringsrenten, r_e . Det er positiv sammenheng mellom utbytte og selskapsverdi, og negativ sammenheng mellom diskonteringsrente og estimert verdi. Utbytte i modellen er etter selskapskatt, men før skatt på utbytte på investors hånd. Siden modellen over forutsetter en uendelig kontantstrøm, er ikke likvidasjonsutbyttet hensyntatt eksplisitt.

Williams sin dividendemodell har vært sentral for utviklingen av nåverdivurderinger, og er videreutviklet i flere varianter. Den vanligste nåverdimetoden for verdsettelse av virksomheter tar utgangspunkt i å diskontere forventet kontantstrøm til sysselsatt kapital, heller enn dividendeutbetalinger (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 341). En slik kontantstrømsmodell diskonterer forventet fri kontantstrøm (FCFF) etter effektiv skatt med virksomhetens total kapitalavkastningskrav. Nåverdien av disse kontantstrømmene gir verdien av virksomheten. For å finne markedsverdien til egenkapitalen, må markedsverdien til rentebærende gjeld trekkes fra (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 341). Man kan alternativt verdsette selskapets egenkapital direkte ved å diskontere årsresultat etter skatt med et avkastningskrav til egenkapitalen. Som redegjort for i delkapittel 2.5, baserer den sveitsiske modellen seg på å kapitalisere årsresultat etter skatt, og denne modellen estimerer dermed egenkapitalverdien til selskapet som verdsettes.

Feltham og Ohlson (1995, 1996; referert av Kinserdal, 2021a) har vist at under visse forutsetninger vil regnskapsbaserte og kontantstrømsbaserte verdsettelsesmodeller kunne gi samme verdiestimatet uavhengig av regnskapsprinsippene som ligger til grunn. Den viktigste forutsetningen er «clean surplus», altså at alle endringer i egenkapital går over resultatregnskapet. Det sentrale poenget i denne sammenheng er at ulike teoretiske modeller for verdsettelse av selskaper kan gi konsistente svar gitt konsistente forutsetninger.

Diskonteringsrenten³ som brukes for å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer skal reflektere avkastningskravet som stilles til kapitalen som skaper kontantstrømmene. Kaldestad og Møller (2016, s. 152) skiver at avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. Generelt skal avkastningskravet reflektere kapitalens alternativkostnad (Koller, Goedhart & Wessels, 2020, s. 55-56). Det må være samsvar mellom kontantstrømmene som diskonteres og avkastningskravet som brukes. Dersom kontantstrømmene skal betjene alle finansieringskildene må avkastningskravet være til totalkapitalen, men hvis kontantstrømmene er til kun egenkapitalen skal man tilsvarende bruke avkastningskravet til egenkapitalen. Som Scheuer og Slemrod (2021, s. 3) skriver, vil nåverdien av fremtidige inntekter være sensitiv til diskonteringsrenten som brukes. I praksis brukes gjerne Weighted Average Cost of Capital (WACC) til å beregne total kapitalavkastningskrav og kapitalverdimodellen (CAPM) til å beregne egenkapitalavkastningskrav (Plenborg & Kinserdal, 2021, kap. 9).

Å forutsette en konstant kontantstrøm «for alltid» er åpenbart en forenkling. Samtidig er det heller ikke praktisk gjennomførbart å lage eksplisitte prognoser for hvert enkelt år i evighet. I praksis benyttes derfor gjerne en to-periode-modell med én eksplisitt prognoseperiode og én terminalverdi (Kaldestad & Møller, 2016, kap. 3). Metoden baserer seg på at man eksplisitt beregner kontantstrømmene frem til virksomheten når en langsiktig og stabil vekstrate (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 338). Terminalverdien beregnes gjerne ved hjelp av Gordons vekstformel, som ble først publisert i 1956 (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 339). Som man ser av formelen under, beregnes terminalverdien ved å dividere utbyttet neste periode på avkastningskravet fratrukket langsiktig vekstrate (g). Merk at terminalverdien gjerne utgjør 60 til 80 prosent av selkapsverdien, og at estimeringen av terminalverdien følgelig har svært stor betydning for verdsettelsen (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 339).

Formelt kan to-periode-modellen basert på kontantstrømmer til sysselsatt kapital vises som:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{t+1}}{WACC-g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Det er også relevant å kommentere hvordan skatt behandles i verdsettelsesmodellene. Utgangspunktet er at skatt i kontantstrømmer og diskonteringsrente må behandles konsistent. Det betyr at hvis kontantstrømmen som diskonteres er etter skatt, skal også diskonteringsrenten

³ I det videre brukes begrepene diskonteringsrente, kapitaliseringsrente og avkastningskrav synonymt.

være etter skatt (Kinserdal, 2021c). Det kan være visse utfordringer med å følge dette strengt i praksis. Praktikere diskonterer gjerne kontantstrøm etter effektiv selskapskatt, og den effektive skattesatsen må altså beregnes. I tilfeller hvor man diskonterer kontantstrømmer med totalavkastningskravet (WACC), må totalavkastningskravet justeres for skattefordelen knyttet til gjeldsfinansiering. I denne justeringen skal den nominelle skattesatsen brukes da renter oftest gir fullt marginalt fradrag (Kinserdal, 2021c).

Selv om nåverdien av fremtidige kontantstrømmer er den teoretisk riktige måten å verdsette en virksomhet på, bygger metoden på strenge forutsetninger og har klare svakheter. En sentral innvending er behovet for å estimere fremtidige kontantstrømmer. Hvilke kontantstrømmer et selskap vil generere i fremtiden er fundamentalt sett usikkert, og vil bygge på subjektive forventinger, for eksempel knyttet til vekst, priser og kostnader. Realistiske fremtidsprognoser er dessuten ressurskrevende og komplisert. Å estimere vekstrate for beregningen av terminalverdi, samt å bestemme riktig diskonteringsrente, er også krevende øvelser som nødvendiggjør skjønnsmessige vurderinger.

Hovedalternativet til å diskontere fremtidige kontantstrømmer for å bestemme markedsverdien til en virksomhet, er å bruke multipler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221). En verddivurdering basert på multipler tar utgangspunkt i verdsettelsen til sammenlignbare selskaper. Som Kaldestad og Møller (2016, s. 222) påpeker, estimerer man nåverdien av fremtidige kontantstrømmer på en indirekte måte når man anvender multipler. Det finnes svært mange ulike multipler som brukes av ulike aktører for å gjøre verdsettelse. Price-earnings (PE) er et eksempel på en mye omtalt multipl, mens EV/EBITDA er en annen som brukes mye i forbindelse med selskapstransaksjoner (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228-231). En kritisk forutsetning for fornuftig bruk av multipler er at selskapene man bruker som utgangspunkt reelt sett er sammenlignbare med virksomheten man ønsker å verdsette med tanke på forhold som drift, geografisk tilstedeværelse, risiko, fremtidsutsikter og bruk av regnskapsregler (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 356). Videre er verdsettelse ved bruk av multipler gjerne mer sensitivt for engangshendelser og valg av regnskapsregler sammenlignet med en kontantstrømsbasert metode, fordi man tar utgangspunkt i verdier fra ett enkeltår til å bestemme selskapsverdien. Det kan også være utfordrende å bruke metoden til å verdsette selskaper med negative resultater. Multiplbaserte verdsettelse har imidlertid klare fordeler ved at de er enkle og lite tidkrevende å gjennomføre, samt at verdiene man kommer frem til er basert på markedsprisen av tilsvarende selskaper i dag (Kaldestad & Møller, 2016, s. 226).

Den tredje verdsettelsesmetoden nevnt i det foregående baserer seg på verdivurdering med utgangspunkt i virksomhetens eiendeler. En slik verdsettelsesmetode kan eksempelvis bruke salgsverdien til selskapets eiendeler, gjenanskaffelseskost eller balanseførte verdier (Kaldestad & Møller, 2016, s. 241). Balanseførte verdier vil i mange tilfeller avvike fra markedsverdien på verdsettelsestidspunktet. Den skattemessige verdsettelsen av unoterte selskaper i Norge tar utgangspunkt i balanseførte verdier, justert for unntak og rabatter. En eiendelsorientert innfallsvinkel til verdsettelse av en virksomhet er fundamentalt forskjellig fra nåverdberegninger og multippel verdsettelse fordi den verdsetter virksomheten som om den skal avvikles (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 366). Metoden hensyntar gjerne heller ikke selskapsspesifikke verdier som vanskelig lar seg kvantifisere eller som ikke er balanseført, som eksempelvis humankapitalen i et revisjonsselskap. En balanseorientert verdsettelse vil gjerne være mest egnet for selskaper med eiendeler som relativt enkelt og presist kan verdsettes til markedspris, som for eksempel innenfor eiendom og shipping.

Verdivurdering av selskaper er en skjønnsmessig og usikker øvelse (Dahl, 2011, s. 3). Ulike teoretiske modeller bygger på ulike forutsetninger, som i varierende grad gjelder i virkeligheten. Eksempelvis kan det være krevende å konsistent beregne markedsbaserte inputvariabler etter skatt for komponentene som inngår i diskonteringsrenten. Selv om de presenterte metodene vil kunne gi begrunnede beregninger av et selskaps markedsverdi, vil den virkelige verdien først komme frem av gjennomførte transaksjoner mellom fullt informerte parter (Dahl, 2011, s. 14).

2.3.3 Likviditets- og minoritetsrabatter

Ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 275-276), er verdien av diskonterte kontantstrømmer den teoretiske riktige verdien av en virksomhet for en eier som har full kontroll over selskapet og som har full innsikt i all relevant informasjon. Det kan være flere grunner til at reell markedsverdi for en aksjonær avviker fra en slik «underliggende verdi». Ifølge Boye (2007, s. 79) selges aksjer i ikke-børsnoterte selskaper ofte med en betydelig rabatt sammenlignet med tilsvarende aksjer i børsnoterte selskaper. Dersom markedsverdien for den enkelte aksjonær i ikke-børsnoterte selskaper blir påvirket av forhold som illikviditet og minoritetseierskap, kan dette være relevant å hensynta når formuesverdien for eierskap i slike selskaper skal fastsettes.

Likviditetsrabatt

I mindre likvide aksjer, eksempelvis aksjer som ikke omsettes i et marked eller der store aksjeposter eies av langsiktige eiere, skal det være en likviditetsrabatt (Kaldestad & Møller,

2016, s. 282). Effektive markeder forutsetter likviditet med aktive kjøpere og selgere, samt fravær av transaksjonskostnader. Illikvide aksjer er gjerne forbundet med nettopp høyere transaksjonskostnader og risiko for at investoren ikke får omsatt aksjen til full verdi når den ønsker å selge. Gjesdal og Johnsen (1999, s. 36) argumenterer for at «likviditetspremien skal kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering, dvs. at det kan bli relativt dyrt eller vanskelig å komme seg raskt ut av aksjen».

Boye (2007, s. 79) poengter at det er vanskeligere å verdsette ikke-børsnoterte selskaper sammenlignet med børsnoterte selskaper, og at verdien er forbundet med stor usikkerhet. Den viktigste årsaken er at informasjonstilgangen for ikke-børsnoterte selskaper vanligvis er langt mindre enn for børsnoterte virksomheter, blant annet fordi børsnoterte selskaper er pålagt mer omfattende selskapsrapportering. Videre hevder Boye (2007, s. 79) at det er større risiko for at regnskapsmaterialet kan være manipulert i ikke-børsnoterte selskaper fordi oppfølging fra tredjeparter som finansanalytikere, investorer og media er mindre. Dessuten er informasjonen ofte spredd på færre interessenter, noe som kan gjøre utfordringer med asymmetrisk informasjon og agentkostnader større (Boye, 2007, s. 79-80). I unoterte selskaper er gjerne majoritetsaksjonæren en del av ledelsen, og har gjerne store deler av sin formue investert i selskapet (Damodaran, u.d). Slik mangel på separasjon mellom eier og ledelse kan eventuelt også bidra til økte agentkostnader. Selv om de nevnte forholdene ikke er direkte relatert til lavere likviditet i aksjene til ikke-børsnoterte selskaper, er de sentrale forhold som bidrar til høyere risiko ved investeringer i ikke-børsnoterte selskaper. I praksis hensyntas gjerne disse momentene samlet i det man omtaler som en likviditetsrabatt.

Sammenlignet med børsnoterte aksjer, vil altså ikke-børsnoterte aksjer i utgangspunktet ha lavere likviditet, og dette innebærer en risiko som bør reflekteres i beregningen av markedsverdien av eierskapet til den enkelte aksjonær. Den teoretisk riktige likviditetsrabatten tilsvarer forskjellen mellom aksjeprisen aksjonæren faktisk kan oppnå, og den prisen aksjonæren ville fått dersom det var et aktivt og likvid marked for aksjen (Booth, 2001, s. 4).

Damodaran (2005, s. 37) argumenterer for at størrelsen på likviditetsrabatten varierer med hvor likvide eiendelene til selskapet er, selskapets soliditet og kontantstrømmer, sannsynlighet for at selskapet blir børsnotert i fremtiden, selskapsstørrelse og hvorvidt aksjonæren eier en kontrollerende andel av selskapet. At den teoretisk riktige likviditetsrabatten i utgangspunktet må bestemmes konkret for hvert enkelt selskap er en utfordring når man skal utforme generelle

og transparente verdsettelsesregler med lave administrasjonskostnader som skal brukes for alle ikke-børsnoterte selskaper.

Det foreligger ingen generell enighet om hva en likviditetsrabatt skal være, og ifølge Damodaran (2005, s. 36), vil altså størrelsen på den reelle likviditetsrabatten variere mellom ulike selskaper og investorer. De fleste empiriske undersøkelser som er gjort på området er gjennomført med utgangspunkt i amerikanske data (Wagner & Ziegler, 2019), og det er funnet flere mulige feilkilder og måleproblemer i arbeidet som er gjort (Kaldestad & Møller, 2016, s. 284). Størrelsen på likviditetsrabatten i ulike undersøkelser har variert betydelig, og mange vitenskapelige undersøkelser finner stor heterogenitet i de estimerte rabattene (Wagner & Ziegler, 2019, s. 18). Det er ikke mulig å bestemme én teoretisk begrunnet likviditetsrabatt som kan brukes generelt for alle ikke-børsnoterte selskaper.

En annen relevant bemerkning er at nyere teknologi og økte muligheter til å investere i ikke-børsnoterte selskaper trolig har bidratt til å øke likviditeten i slike aksjer, og det følgelig taler for en lavere likviditetsrabatt nå enn tidligere (Wagner & Ziegler, 2019).

Hvis man skal justere for illikviditet, kan det enten gjøres ved å øke avkastningskravet, eller ved å trekke fra en rabatt fra beregnet verdi (Pratt & Grabowski, 2014, s. 612). Matematisk er det mulig å bestemme rabattene slik at de to løsningene gir samme endelige verdi. Flere, herunder Boye (2007, s. 82), Kaldestad og Møller (2016, s. 290), Wagner og Ziegler (2019) og Kinserdal (2021d), har anbefalt å trekke fra en rabatt fra beregnet verdi heller enn å justere avkastningskravet. Anbefalingen begrunnes med at en justering av beregnet verdi gir bedre konseptuell forståelse enn en justering av avkastningskravet. En eksplisitt rabatt vil tydeliggjøre hvordan illikviditet er hensyntatt sammenlignet med en løsning der illikviditet bakes inn i diskonteringsrenten sammen med flere andre komponenter. Ifølge Pratt og Grabowski (2014, s. 612) er en rabatt på beregnet verdi den vanligste måten å håndtere illikviditet.

Wagner og Ziegler (2019) ved Universitetet i Zürich foreslo i en rapport om forslag til endringer i kapitaliseringsrenten for den sveitsiske modellen for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper for formuesbeskatning et fratrekk på 10 prosent av beregnet virksomhetsverdi. De understreker tydelig at denne størrelsen ikke må tolkes som en «riktig» rabatt, men heller en rabatt som reflekterer en fornuftig likviditetsrabatt for mangfoldet av selskaper modellen gjelder for. Boye (2007, s. 82) skriver at det ikke er gjennomført grundige undersøkelser over størrelsen på hva likviditetsrabatten er i Norge, men at det er en relativt vanlig oppfatning blant

markedsaktører at rabatten er i størrelsesorden 30-40 prosent. Det er tydelig at spriket i hvilken rabatt som oppfattes som riktig er stort.

Gjesdal og Johnsen (1999, s. 36) argumenterte på sin side i boken «Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering» for å inkludere en likviditetspremie i avkastningskravet. De skriver at det kan «argumenteres for likviditetspremier i egenkapitalkravet i størrelsesorden 2-3% for de mindre likvide aksjene på Oslo Børs, og sannsynligvis likviditetspremier av størrelsesorden 4-5% for unoterte, og spesielt mindre selskaper» (Gjeldal & Johnsen, 1999, s. 36).

Minoritetsrabatt

Det er også aktuelt å vurdere om en minoritetsrabatt bør inkluderes når formuesverdien for aksjer i ikke-børsnoterte selskaper skal fastsettes. Bakgrunnen for en minoritetsrabatt er at en minoritetseier har begrenset beskyttelse mot agentkostnader og majoritetseiers eventuelle ikke-økonomiske interesser. Videre har minoritetsaksjonæren liten muligheten til å påvirke drift, ledelse og sentrale beslutninger.

Problemstillingen er særlig aktuell utenfor regulerte markeder der minoriteten har lite annet vern utover en relativt begrenset selskapslovgivning (Kaldestad & Møller, 2016, s. 280). Til sammenligning er minoritetsvernet sterkere for børsnoterte selskaper, blant annet som en følge av krav om eksterne styremedlemmer og strengere rapporteringskrav.

De nevnte forholdene trekker i retning av at minoritetseierskap kan ha lavere markedsverdi enn en majoritetspost. Dersom dette er tilfellet, kan det være rimelig at en minoritetsrabatt hensyntas i verdivurderingen som skal utgjøre utgangspunktet for formuesbeskatning.

Størrelsen på en eventuell minoritetsrabatt vil være avhengig av konkrete forhold ved den enkelte bedrift. Dersom eierskapsstrukturen er fragmentert med en spredd eierstruktur uten majoritet, er argumentene for en minoritetsrabatt naturligvis svakere. Motsatt, dersom det er en majoritetsaksjonær med kontroll, kan minoritetsaksjonærer for eksempel risikere overstyring, å ikke få utbytte, irrasjonell drift, og at ikke-pekuniære motiver tillegges vekt (Kinserdal, 2021d). Problemstillingen vil naturligvis ikke være aktuell for selskaper med én eier.

Et annet relevant poeng er at det særlig utenfor regulerte markeder kan være vanskelig å selge en minoritetspost til andre enn majoriteten (Kaldestad & Møller, 2016, s. 280). Hvis det ikke er etablert et marked for kjøp og salg av aksjen i selskapet, kan alternative kjøpere være få. Selv

om poenget delvis overlapper med begrunnelsen for en likviditetsrabatt diskutert over, er det vesentlige i denne sammenheng at det faktisk at det finnes en kontrollerende majoritetsaksjonær i seg selv kan påvirke en minoritetsaksjonærs muligheter til å selge sin eierandel (Kaldestad & Møller, 2016, s. 282). På den andre siden kan det muligens argumenteres for at det er lettere og mindre kostnadskrevene å selge en marginal aksjepost enn en stor blokk med aksjer.

Tilsvarende som for en likviditetsrabatt, er det utfordrende å bestemme én generell rabatt som skal reflektere den eventuelle reduksjonen i markedsverdi for alle minoritetsaksjonærer. Hvorvidt det skal være en minoritetsrabatt, og hvordan denne eventuelt skal utformes, er likevel en viktig problemstilling som det må tas stilling til hvis en slik modell skal innføres. Det bemerkes at det ikke gis rabatt for minoritetseierskap etter dagens regler i Norge hverken for børsnoterte eller ikke-børsnoterte selskaper.

Verdsettelse av selskaper med negativ inntjening

Oppstartsselskaper og selskaper med stort omstillingsbehov er eksempler på selskaper som ofte ikke har stabile resultater. Markedsverdien til slike selskaper forklares gjerne av forventninger til fremtidig inntjening, da resultatene ofte er lave eller negative på verdsettelsestidspunktet.

Det kan være vanskelig å verdsette slike selskaper med metoder som tar utgangspunkt i resultatregnskapet eller selskapsbalansen som foreligger på tidspunktet for verdsettelsen. Eksempelvis vil en multippel som tar utgangspunkt i resultat etter skatt kunne gi lite meningsfulle verdsettelse om resultatene er negative. Et alternativ i slike tilfeller kan være å ta utgangspunkt i for eksempel driftsresultat (EBIT) eller driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA). Praktikere bruker i enkelte tilfeller også omsetning som grunnlag. Det vil også kunne være utfordrende å bruke sjablongmessige modeller som den sveitsiske metoden presentert i underkapittel 2.5.2 – *Verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper i Sveits* for selskaper med negativt resultat. Slike modeller vil ikke fange opp forventninger til fremtidig inntjening, om disse ikke reflekteres i dagens resultater.

Det fremstår dermed særlig utfordrende å utarbeide generelle og enkle modeller som kan brukes til å verdsette selskaper som har høy markedsprising som en følge av forventninger til inntjening i fremtiden.

2.3.4 Prinsipper for utforming av skatteregler

Som understreket av blant annet OECD (2018, s. 85), er en av de største praktiske utfordringene med formuesskatten å bestemme verdien til formuesobjekter som sjeldent omsettes. Det er en kjensgjerning at det er faglig utfordrende å utforme en verdsettelsesmodell som både er teoretisk velbegrunnet og som samtidig lar seg praktisk gjennomføre i et skattesystem. Videre vil sentrale prinsipper som kjennetegner gode skattesystem introduseres. Prinsippene gir rammer for å vurdere ulike modeller for fastsetting av formuesverdi på ikke-børsnoterte selskaper.

The Mirrlees Review var en gjennomgang av Storbritannias skattesystem ledet av Nobelprisvinner i økonomi, Sir James Mirrlees. I andre del av gjennomgangen, *Tax by design* (2011), argumenteres det for at det er gunstig med et skattesystem som 1) ikke unødvendig reduserer økonomisk aktivitet, 2) er rettferdig, 3) er transparent og som 4) er lett å administrere (Mirrlees, 2011, s. 35).

Mirrlees (2011, s. 22) sitt første vilkår handler om at man bør minimere skatters negative påvirkning på økonomisk effektivitet og samfunnsøkonomisk velferd. Prinsippet bygger på en lang tradisjon, og ble beskrevet av Jean-Baptiste Colbert, finansminister til Louis XIV (f. 1643 –d. 1715), allerede for flere hundre år siden: “the art of taxation consist of plucking the goose as to get the most feathers with the least hissing” (Referert av Schjelderup, 2021a). En bør altså etterstrebe og utforme skattesystemer som minimerer effektivitetstapet forbundet med skattene (Mirrlees, 2011, s. 29). Med hensyn til økonomisk effektivitet, er det ønskelig å utforme skatter som i minst mulig grad påvirker markedstilpasningen, og som dermed ikke har utilsiktede vridnings- og insentiveffekter. For formuesskatten fremstår det sentralt å verdsette ulike formuesobjekter likt for å ikke påvirke allokering av investeringer. Effektivitetsvilkåret innebærer også at skattesystemet kan brukes til å motvirke negative eksternaliteter.

For at formuesskatten skal ha støtte blant skattebetalerne, er det sentralt at den oppfattes som rettferdig. Rettferdighetsvilkåret inneholder flere momenter (Mirrlees, 2011, s. 22). Prosedyrene som leder frem til et skattekrav bør oppleves som rettferdige. Videre bør skattebetalerne kunne ha legitime forventinger knyttet til hva skattekravet blir (Mirrlees, 2011, s. 33). Selv om absolutt visshet om fremtidige skattekrav ikke er mulig, bør skattebetalerne kunne ha en berettiget forventning tilknyttet skatteforpliktelsene sine (Daly et.al, 2020, s. 8). Videre bør systemet tilfredsstillende krav til horisontal likhet, altså, forenklet forklart, at

økonomisk like skatteyttere skattlegges likt (Mirrlees, 2011, s. 34; NOU 2014:13 s. 289). Utfordringen med å praktisere horisontal likhet i praksis knytter seg til å definere hvilke skatteyttere som reelt sett er like. Som Scheel-utvalget (NOU 2014:13, s. 290) påpeker, gjør den skjeve verdsettelsen av ulike formuesobjekter at formuesskatten i mindre grad bidrar til horisontal likhet. Det er ikke rettferdig når skatteyttere som har formue av samme verdi, men ulik sammensetning, får ulik skattebyrde (Zimmer, 2015).

Mirrlees (2011, s.22) argumenterer for at et godt skattesystem bør være transparent, altså være et skattesystem befolkningen forstår. Målsettingen om transparens handler om at skattesystemet bør være åpent om sin begrunnelse og sine konsekvenser (Mirrlees, 2011, s. 34). Hva som er en rettferdig innretning av skattesystemet er ikke absolutt vitenskap, og det kan derfor fremstå fristende for myndigheter å fordekke hvem som tjener og taper på systemet. Mirrlees argumenterer for at mangel på åpenhet og transparens kan bidra til dårligere forankring av skattesystemet blant skattebetalerne, inkonsekvente prosesser og følgelig føre til lavere legitimitet og etterlevelse.

Det siste prinsippet oppstilt av Mirrlees (2011) er at systemet bør ha lavest mulig administrasjonskostnader. Daly med flere (2020, s. 9) påpeker at kostnadene bør gjøres lave både fra skattemyndighetenes, og fra skattebetalerens perspektiv. Når man utformer verdsettelsesregler for ikke-børsnoterte selskaper for formuesbeskatning må følgelig kostnaden til prosedyrer, administrasjon og kontroll hensyntas. I utgangspunktet ønsker man regler og prosedyrer som er presise og enkle, og som kan gjentas hyppig og for mange selskaper. Som understreket av Sandford et. al (1975, s. 161), forbruker administrasjonskostnader reelle fellesskapsressurser. Derfor bør innretningen stå i forhold til skatteprovenyet. Som redegjort for i underkapittel 2.2.2, er høye administrasjons- og kontrollkostnader et argument som gjerne brukes mot formuesskatten.

I The Mirrlees review (2011, s. 35) argumenteres det for at kjennetegn ved godt designede skattesystem er 1) nøytralitet, 2) enkelthet, og 3) stabilitet. Rapporten understreker at kjennetegnene ikke er målsettinger i seg selv, men i større grad retningslinjer for å nå målsettingene for utforming av skattesystem. De tre tommelfingerreglene kan i denne sammenheng brukes til å vurdere sider ved alternative verdsettelsesmodeller for unoterte selskaper. Eksempelvis skriver de at et nøytralt skattesystem ofte leder til enkelhet og høyere rettferdighet ved å behandle like aktiviteter på samme måte (Mirrlees, 2011, s. 40-41). Tilsvarende er det mer sannsynlig at et enkelt skattesystem har lave administrasjonskostnader

og er transparent (Mirrlees, 2011, s. 42). Poenget om stabilitet er relatert til at et skattesystem som stadig endres sannsynligvis medfører høyere etterlevelseskostnader, hindrer langsiktig planlegging og at det kan negativt påvirke investeringsbeslutninger til selskaper og individer (Mirrlees, 2011, s. 44). Videre kan hyppige endringer føre til opplevd urettferdighet, for eksempel hvis nivået på kapitalbeskatning endres ofte. Merk likevel at målet om stabilitet ikke er til hinder for å endre dårlig utformede systemer (Mirrlees, 2011, s. 44-45).

2.3.5 Verdsettelsesmodellene i lys av skatteprinsippene

I det foregående er det argumentert for at en nåverdiberegning av fremtidige kontantstrømmer er den teoretisk riktige metoden å bestemme markedsverdien til virksomheter på. Samtidig er en slik modell svært ressurskrevende da den krever prognoser for fremtiden. Videre vil slike fremtidsprognoser bygge på en rekke subjektive forutsetninger. Det er heller ikke åpenbart hvem som eventuelt skulle lagd disse prognosene hvis man skulle basert skattesystemet på en slik løsning. Ulike interessenter ville hatt motstridende interesser som kunne kommet i konflikt med å utarbeide en riktig verdsettelse, og nøytrale tredjepartsvurderinger ville medført høye administrasjonskostnader. Disse forholdene trekker i retning av at en slik verdsettelsesmodell fremstår mindre egnet for fastsetting av formuesverdi av ikke-børsnoterte selskaper for formuesbeskatning. Det vil også være en rekke problemstillinger knyttet til å bestemme en egnet diskonteringsrente for de estimerte kontantstrømmene.

En fordel med en verdsettelsesmodell basert multipler er enkelhet og forutsigbarhet i den forstand at prosedyren for verdifastsettelsen vil være kjent på forhånd. Samtidig har en slik modell klare svakheter. Det vil eksempelvis være vanskelig å bestemme én, eller et sett av, multipler som er egnet for alle typer selskaper. Dersom denne problemstillingen ikke er håndterbar i praksis, vil modellen kunne bli urettferdig, gi uheldige vridningseffekter og de administrative kostnadene vil kunne bli store. I en norsk kontekst kan en annen relevant problemstilling være tilgangen på relevante virksomheter å bruke til beregning av størrelsen på multippelen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228). Norge er en relativt liten økonomi, der tilgangen på sammenlignbare selskaper dermed også blir færre. En fornuftig verdsettelse basert på multipler krever at man har sammenlignbare selskaper å bruke som utgangspunkt, ideelt sett en «tvillingbedrift». Dersom markedsprising blant de sammenlignbare selskapene skal legges til grunn, kan skatteforpliktelsen oppleves lite forutsigbar fordi markedspriser kan være volatile. Videre kan en slik modell være utsatt for regnskapsmessige tilpasninger og i verste fall forsøk

på manipulasjon i den hensikt å redusere den skattemessige verdien ved å redusere de regnskapsmessige størrelsene som ligger til grunn for verdsettelsen.

Balanseorienterte verdsettelsesmodeller har også klare ulemper. Beregning av virkelig verdi av eiendelene til et selskap er ressurskrevende, og krever dels subjektive vurderinger, tilsvarende som estimeringen av fremtidige kontantstrømmer. Det kan eksempelvis være vanskelig å bestemme markedsverdien til egenutviklet teknologi og spesialtilpassede maskiner uten relevant alternativanvendelse. Tidligere er det redegjort for at ligningsverdier som tar utgangspunkt i balanseførte verdier gir betydelig lavere verdsettelse enn markedsverdier. Gunstig skattemessig verdsettelse av enkelte formuesobjekter kan også føre til uønskede vridningseffekter som reduserer økonomisk effektivitet. Utfordringene med å bestemme riktige markedsverdi på ulike aktiva fører til skjeve verdsettelse og dermed et system som skattemessig favoriserer enkelte formuesobjekter. Dette er et av hovedargumentene som brukes mot formuesskatten slik den er utformet i dag. Det vil også kunne oppstå problemstillinger knyttet til hvilke balanseposter som skal inkluderes ved bruk av en balanseorientert modell. Som redegjort for i neste delkapittel, er det i dag en del unntaksbestemmelser for f.eks. goodwill. Balanseorientert verdsettelse er mest egnet for å verdsette kapitalintensive selskaper der verdiskapning drives av eiendelene. Eksempler på slike bransjer kan være shipping og eiendom.

Samlet sett er det ikke åpenbart hvordan man bør utforme en modell for å verdsette ikke-børsnoterte selskaper for formuesbeskatning. Som flere i litteraturen anerkjenner, er dette en kompleks problemstilling uten et opplagt svar. Videre vil reglene for verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer internasjonalt og nasjonalt bli presentert. Deretter introduseres den sveitsiske modellen for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper.

2.4 Verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper i skattesystemet

Videre i oppgaven rettes fokuset mot hvordan ikke-børsnoterte aksjer verdsettes i ulike skattesystemer. Først redegjøres det for hvordan unoterte selskaper verdsettes i ulike skattesystemer internasjonalt. Deretter går vi inn på mer spesifikke regler for verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer for formuesbeskatning i Norge.

2.4.1 Ikke-børsnoterte selskaper i et internasjonalt perspektiv

Som beskrevet tidligere i delkapittel 2.3 om verdsettelsesteori, er det utfordrende å verdsette ikke-børsnoterte selskaper, og det finnes ingen standard internasjonalt for hvordan dette bør gjøres. Ifølge OECD (2018) bruker man i Spania bokførte verdier fra siste tilgjengelige reviderte balanse som utgangspunkt. Hvis dette ikke er tilgjengelig, eller dersom revisor er av den oppfatning at regnskapet ikke viser et rettviseende bilde av virksomhetens tilstand, benyttes den høyeste verdien av: 1) aksjekapitalen dividert med antall utestående aksjer, 2) teoretisk verdi fra siste balanse, eller 3) kapitalisert verdi av gjennomsnittlig overskudd de tre siste regnskapsårene. Før formuesskatten ble fjernet, var det i Frankrike tre ulike metoder for verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer: 1) verdien etter en reevaluering av eiendelene, 2) verdien av avkastningen etter en profittfordeling eller, 3) verdien av produktivitet (OECD, 2018). Som hovedregel var verdien av selskapet et resultat av en kombinasjon av de tre metodene (OECD, 2018). Norge og Sveits benytter andre metoder som vi vil beskrive mer omfattende senere i oppgaven.

Det er også variasjon i verdsettelsestidspunktet for ikke-børsnoterte selskaper mellom ulike skatteregimer. I Sveits og Spania brukes verdien ved utgangen av inntektsåret, og slik ble det også gjort i Sverige før de avskaffet formuesskatten (OECD, 2018; Ramallo, 2020). I Norge bruker man derimot verdien ved inngangen av inntektsåret, tilsvarende som man gjorde i Frankrike (Banoun, 2020; Tirard, 2020).

Videre har ulike skatteregimer egne særbestemmelser, som unntak eller verdsettelsesrabatter, som påvirker verdsettelsen av ikke-børsnoterte aksjer (OECD, 2018). Spania har for eksempel skatteunntak for eiendeler for private bedrifter med begrunnelse i at de bidrar til produktivitet i økonomien. Sverige og Frankrike hadde tilsvarende bestemmelser. I Norge er det ikke unntak for eiendeler, men en verdsettelsesrabatt på den totale verdien av selskapet. Slik var det også i Tyskland og Irland da de hadde formuesskatt. Som diskutert tidligere, strider slike bestemmelser med forutsetningen om at eiendeler bør verdsettes til markedsverdi (Sandford et al., 1975; Saez & Zucman, 2019).

2.4.2 Ikke-børsnoterte selskaper i Norge

Ifølge Skatteetaten (2022) er «aksjer, egenkapitalbevis og andeler i norske og utenlandske selskaper og sammenslutninger som er egne skattesubjekter, som hovedregel skattepliktige formue hos de eierne som etter skatteloven (sktl.) kapittel 2 er pliktige til å betale formuesskatt».

Dette omfatter også aksjer i selskaper som er fritatt for skatteplikt, aksjer notert på Euronext Growth eller Euronext NOTC. Ifølge skatteloven (2000) §4.12-2 skal en «ikke-børsnotert aksje verdsettes til 75 prosent av aksjens forholdsmessige andel av aksjeselskapet eller allmennaksjeselskapets samlede skattemessige formuesverdi 1. januar året før skattefastsettingsåret fordelt etter pålydende».

Beregningen av skattemessige formuesverdier for ikke-børsnoterte selskaper skal i utgangspunktet baseres på bokførte verdier på eiendelene i selskapet, justert for skattemessige særregler (Granly & Johansen, 2021). Den samlede nettoformuen kan ikke settes lavere enn null (Skatteetaten, 2022). Noen eiendeler som forretningsverdi (goodwill), egenutviklede immaterielle rettigheter og fremtidige pensjonsrettigheter er unntatt for formuesskatten (NOU 2014:13, s. 287). Videre finnes det flere særegne verdsettingsregler for eiendeler som kan gjøre at disse får en annen skattemessig verdi enn bokført verdi. Dette gjelder eksempelvis nærings- og boligeiendom, skip og varelager (Granly & Johansen, 2021).

Som beskrevet over, må man betale formuesskatt for de ikke-børsnoterte aksjene man eier ved *inntektsårets utgang* (Skatteetaten, 2022). I utgangspunktet skal verdien av slike unoterte aksjer beregnes ved *inntektsårets inngang*. Eksempelvis vil aksjene et individ eier ved *inntektsårets utgang*, 31. desember 2021 verdsettes til verdien ved *inntektsårets inngang*, 1. januar 2021. Skatteetaten (2022) beskriver noen tilfeller hvor det skal gjøres unntak fra denne regelen. For eksempel når et selskap blir stiftet, når selskapet erverver egne aksjer uten nedskrivning av aksjekapitalen, eller ved forhøyning (nedsettelse) av aksjekapitalen i selskapet med påfølgende innbetaling (utbetaling) fra (til) aksjonærene. Unntaket gjelder også for alle ikke-børsnoterte aksjer i utenlandske selskaper. Regelen er da at formuesverdien skal beregnes ved *skattefastsettingsårets inngang*, altså 1. januar 2022 i eksempelet over.

Ifølge Scheel-utvalget (NOU 2014:13, s. 287) gir verdsettelsestidspunktet for ikke-børsnoterte aksjer mulighet til skattemessige tilpasninger, altså lovlige tilpasninger av organisasjoner og transaksjoner med sikte på å minimere skatter og avgifter (Aarbakke, 2022a). Scheel-utvalget (NOU 2014:13) skriver at man derfor bør vurdere å flytte verdsettelsestidspunktet til *inntektsårets utgang*. Årsaken til at man i dag bruker verdier fra *inntektsårets inngang* er av hensyn til praktiske forhold.

Vi har nå gitt en oversikt over reglene som gjelder for verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer for den norske formuesskatten. Som redegjort for tidligere, gir dagens regler langt lavere

verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper enn selskapenes virkelige markedsverdi, og dette har flere uheldige konsekvenser som for eksempel økonomisk ineffektivitet og urettferdighet. Videre kan verdsettelsestidspunktet ifølge Scheel-utvalget (NOU 2014:13, s. 287) gi muligheter for skatteplanlegging.

2.5 Den sveitsiske modellen

2.5.1 Det sveitsiske skattesystemet

I dette delkapittelet vil vi innledningsvis gi en innføring i det sveitsiske skattesystemet og den sveitsiske formuesskatten. Deretter beskrives den sveitsiske modellen for verdsettelse av ikke-børsnoterte aksjer.

Ifølge Scheuer og Slemrod (2021) er skattesystemet i Sveits delt inn i tre lag: det statlige, kantonale og kommunale. Kanton er en betegnelse som brukes om administrative enheter, og de 26 kantonene i Sveits er delstater med høy grad av selvstyre (Bätcke & Thorsen, 2022). Den amerikanske tenketanken Tax Foundation rangerte i oktober 2022 det sveitsiske skattesystemet som det fjerde mest konkurransedyktige blant OECD-landene (Bunn & Hogreve, 2022). Rangeringen tar utgangspunkt i hvor konkurransedyktig og nøytralt skattesystemene er. Konkurransedyktighet vurderes med utgangspunkt i nivå på marginals kattene der en lav marginals katt gir en høy rangering, mens nøytralitet dreier seg om at rangeringen foretrekker skatter som i liten grad påvirker den økonomiske tilpasningen. Rangeringen underbygger forståelsen om at Sveits har et relativt lavt skattetrykk.

Det er flere aspekter ved det sveitsiske skattesystemet som er viktige å bemerke for å forstå den sveitsiske formuesskatten og dens rolle. For det første er det i Sveits i praksis ingen skatt på realiserte kapitalgevinster for mobile eiendeler, som for eksempel aksjer (Scheuer & Slemrod, 2021). Man kan derfor argumentere for at formuesskatten blir en naturlig motpart til mangelen på kapitalgevinstsskatt ettersom formuesskatten muliggjør skattlegging av et individs eiendeler (Eckert & Aebi, 2020). Sveits har også en svært begrenset arveskatt der nesten alle kantonene har unntatt barn og ektefeller fra skatten (Eckert & Aebi, 2020), noe som igjen bidrar til at formuesskatten blir et delvis substitutt til arveskatten som er vanlig i mange land (Scheuer & Slemrod, 2021). Videre er tredjepartsvurderinger av eiendeler utelukket på grunn av omfattende sekretesse, som begrenser håndheving av skatten (Scheurer & Slemrod, 2021). Et siste poeng er at enkelte kantoner tilbyr utlendinger som bor i Sveits, men ikke jobber der, unntak fra vanlig

skatt mot at de beskattes med en flat skatt basert på levekostnader. Dette kan føre til lav skattebyrde for enkelte rike husholdninger.

Sveits er ett av tre europeiske land med formuesskatt, og det landet med de klart høyeste inntektene fra skatten med 1.1% av BNP i 2018, tilsvarende rundt 3% av totale skatteinntekter (OECD, 2018). Sveits har ingen statlig formuesskatt, men kantonene må innkreve en omfattende formuesskatt som de har stor frihet i hvordan de vil utforme.

Basen for skatten er bred, i praksis er alle eiendeler inkludert med unntak av utenlandsk eiendom, vanlige husholdningsgjenstander og pensjonsformue. Årlige regler for rapportering av eiendeler og gjeld gjør det mulig for skattemyndighetene å følge årlige endringer i formuen, og sammenligne med rapportert inntekt. Den sveitsiske formuesskatten kjennetegnes ved at den er lite progressiv og lite fokusert på å utligne formuesulikhet, i et land hvor det allerede er stor formuesulikhet (Föllmi & Martinez, 2017).

2.5.2 Verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper i Sveits

Verdsettelsen av ikke-børsnoterte aksjer er et interessant særtrekk ved det sveitsiske skattesystemet. Ifølge Bütler og Neff (2022a) er et grunnprinsipp i det sveitsiske skattesystemet at eiendeler i utgangspunktet skal verdsettes til markedsverdi. Hvis markedsverdier ikke er tilgjengelige, skal en formelbasert metode kalt «the practioner's method» brukes. Det er denne verdsettelsesmodellen oppgaven tester, og videre vil modellen bli redegjort for.

I tilfeller uten markedsverdi, verdsettes ikke-børsnoterte aksjer som hovedregel etter retningslinjene for verdsettelse av verdipapirer uten markedsverdi for formuesskatt beskrevet i *Rundskriv nr.28* publisert av den sveitsiske skattekonferansen (SSK) (Bütler & Neff, 2022a). Hvordan et selskap verdsettes vil variere basert på forretningsaktiviteten til selskapet. Som hovedregel verdsettes selskaper på bakgrunn av et vektet gjennomsnitt av kapitalisert resultat og substansverdi, definert i avsnittet under (Eckert & Aebi, 2020). Mer spesifikt verdsettes selskapene etter hovedregelen basert på en dobbeltvektning av kapitalisert resultat og en enkeltvektning av substansverdi. Rene holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper verdsettes til substansverdi.

Substansverdien til et selskap tilsvarer grovt sett bokførte eiendeler minus gjeld, altså bokført egenkapital. Deretter tillegges skattlagte «skjulte reserver» på for eksempel verdipapirer, eiendom og andeler, med et eventuelt fratrekk for utsatt skatt. «Skjulte reserver» er en særegen

sveitsisk praksis tillatt av den sveitsiske loven for regnskap og rapportering (KPMG, 2020). «Skjulte reserver» oppstår ved at eiendeler undervurderes i balansen, eller ved at gjeldsforpliktelse overvurderes. Undervurderingen av eiendeler kan eksempelvis oppstå gjennom for høye av- eller nedskrivninger, at man unnlater å reversere tidligere nedskrivninger, eller ved at man ikke revaluerer til virkelig verdi (KPMG, 2020, s. 12). «Skjulte reserver» gjør at egenkapitalverdien etter sveitsisk GAAP ofte er lavere enn markedsverdien til eiendeler fratrukket gjeld (Hongler & Mauchle, 2020, s. 649).

Utgangspunktet for å bestemme verdien av kapitalisert resultat er årsresultatet for den relevante perioden (Bütler & Neff 2022a). Sveits tillater å bruke regnskaper basert på anerkjente regnskapsstandarder som sveitsisk GAAP eller IFRS (Bütler & Neff, 2022b). Årsresultatet korrigeres for noen unntak som beskrevet i rundskriv nr.28 punkt 9.1 og 9.2 (SSK, 2008). Eksempler på korrigeringer kan være engangs- og ekstraordinære kostnader (eksempelvis ekstraordinære nedskrivninger for kapitaltap eller avsetninger for ekstraordinære risikoer), eller ikke-gjentakende og ekstraordinære inntekter (eksempelvis kapitalinntekter, frigjøring av reserver, eller frigjøring av avsetninger).

For selskaper som inngår i et konsern skal det i henhold til Rundskriv 28 (pkt. 41) som hovedregel tas utgangspunkt i konsernregnskapet ved beregning av substansverdi og kapitalisert verdi (SSK, 2008). Selskap kan be om verdsettelse på bakgrunn av årsregnskapet til mor og individuell verdsettelse av beholdningene i datterselskapene. I noen begrunnede tilfeller kan skattemyndighetene også avvise verdsettelse på bakgrunn av konsernregnskapet og verdsette selskaper basert på de enkelte verdivurderingene av datterselskapene.

Overordnet finnes det to modeller for å bestemme kapitalisert verdi av det korrigerede resultatet. Modell 1 baserer seg på de to siste inntektsårene, der det siste året dobbelvektes og året før enkeltvektes. Modell 2 baserer seg på de tre siste inntektsårene, der alle inntektsårene vektet likt (SSK, 2008, pkt. 35). Det vektete resultatet blir deretter kapitalisert med en kapitaliseringsrente. Hvordan denne kapitaliseringsrenten bestemmes er beskrevet under. I praksis blir selskaper verdsatt av skattemyndighetene i kantonen der selskapet er hjemmehørende, og kantonene bestemmer hvilken av de to modellene som skal være kantonens standard. Selskap har likevel mulighet til å velge den andre modellen hvis de ønsker. Dersom et selskap bytter modell, er det bundet til den valgte modellen for de neste fem årene (SSK, 2008, pkt. 7.3).

Formelt kan alternativene for å beregne verdien av kapitalisert resultat (KR) skrives som:

$$\text{Modell 1) } KR_1 = \frac{2 * RES_t + RES_{t-1}}{3} * \frac{1}{i}$$

$$\text{Modell 2) } KR_2 = \frac{RES_t + RES_{t-1} + RES_{t-2}}{3} * \frac{1}{i}$$

der RES er korrigert årsresultat og i er kapitaliseringsrenten.

Det er klart at hvilken variant av den sveitsiske modellen som legges til grunn for å beregne verdien av kapitalisert resultat, kan ha stor betydning for verdsettelsen av enkelte selskaper. For selskaper med stabilt resultat over tid, vil modellvalg ikke ha noe å si. Motsatt kan betydningen være stor for selskaper med volatil inntjening. Dette kan eksempelvis være vekstselskaper, selskaper i tilbakegang eller konjunkturutsatte selskaper. For et vekstselskap der resultatet stiger mye fra år til år, vil modell 2 gi en lavere verdsettelse enn modell 1 fordi modell 2 vekter resultatet de siste 3 årene likt, mens modell dobbeltvekter resultatet det siste året, som i dette tilfellet vil være året med høyest resultat.

For å gjøre det tydelig hvordan den sveitsiske verdsettelsesmodellen fungerer i praksis, presenteres et eksempel.

Et tenkt selskap oppnår et korrigert årsresultat på CHF 50,000 i 2019, CHF 30,000 i 2020 og CHF 100,000 i 2021. Egenkapitalen til selskapet etter justeringer er ved utgangen av 2021 verdsatt til CHF 750,000. Det tenkte selskapet har ingen finansielle investeringer og eier ingen næringseiendom. Det er brukt en diskonteringsrente på 9.5 prosent, tilsvarende renten brukt for 2021.

Modell 1:

Substansverdi: 750,000

Gjennomsnittlig resultat: $\frac{(100,000*2)+(30,000*1)}{3} = 76,666$

Kapitalisert verdi av resultat: $\frac{76,666}{9.5\%} = 807,000$

Selskapsverdi: $\frac{(807,000*2)+(750,000*1)}{3} = 788,000$

Modell 2:

Substansverdi: 750,000

Gjennomsnittlig resultat: $\frac{100,000+30,000+50,000}{3} = 60,000$

Kapitalisert verdi av resultat: $\frac{60,000}{9.5\%} = 632,000$

Selskapsverdi: $\frac{(632,000*2)+(750,000*1)}{3} = 671,000$

Av eksempelet over er det klart at valg av modell kan få stor betydning for verdsettelsen man kommer frem til.

Sveitsisk kapitaliseringsrente

For å beregne den kapitaliserte verdien etter den sveitsiske modellen, er det nødvendig med en diskonteringsrente. Frem til 1 januar 2021, besto kapitaliseringsrenten av renten for risikofrie investeringer og et fast påslag. Renten som ble brukt for risikofrie investeringer var gjennomsnittlig 5-årig swap-rente for sveitsiske franc nedad begrenset til 0 prosent, beregnet kvartalsvis og avrundet til en halv prosent (SSK, 2008; Erismann, 2022). Denne renten har vært 0 prosent siden 2015 (Erismann, 2022). Påslaget i den gamle modellen var satt til 7.0 prosent, basert på en markedspremie på 4.0 prosent og et tillegg for generell bedriftsrisiko og illikviditet på 3.0 prosent (Luckhaupt, Reding & Schwizer, 2022). Risikopåslaget lå fast over tid, noe som ga små variasjoner i kapitaliseringsrenten.

Det var to innvendinger mot den tidligere modellen for beregning av diskonteringsrente. For det første har metoden blitt kritisert for å ikke være empirisk fundert, selv om tallene i seg selv muligens kan kvalitativt begrunnes (Wagner & Ziegler, 2019). Den andre innvendingen har knyttet seg til at det faste påslaget ikke reflekterer utviklingen i markedsrisiko over tid (Pfenninger & Bieri, u.d.; Wagner & Ziegler, 2019). Flere, herunder Campbell og Shiller (1988, 1998), Cochrane (1999) og Fama og French (1988, 1989) har, basert på amerikanske data, funnet at risikopremien varierer over tid, og enkelte mener dette bør reflekteres i hvordan diskonteringsrenten beregnes (referert av Wagner & Ziegler, 2019).

Fra 1. januar 2021 ble metoden for å beregne kapitaliseringsrente endret, med utgangspunkt i en rapport skrevet av Wagner og Ziegler (2019) ved Universitetet i Zürich. Fra og med 2021

skal kapitaliseringsrenten beregnes med utgangspunkt i en risikofri rente ved slutten av året, en estimert risikopremie multiplisert med en skaleringsfaktor og et illikviditetspåslag.

Den risikofrie renten skal i den nye modellen baseres på snittet av renten investorer kan investere i, og renten de kan låne til. Investeringsrenten baseres på sveitsiske statsobligasjoner med 20 års løpetid, eller kortsiktige innskuddsrenter dersom statsobligasjonene har negativ rente, med et nedre gulv på 0 prosent. Lånerenten som legges til grunn er renten for boliglån med fastrente i den laveste risikoklassen (Erismann, 2022). For 2021 tilsvarte den risikofrie renten samlet 0.72 prosent (Erismann, 2022). Markedsrisikopremien beregnes implisitt med utgangspunkt i markedsprisingen til børsnoterteselskaper inkludert i Swiss Performance Index (SPI), utenom eiendomsselskaper og den sveitsiske sentralbanken⁴ (Erismann, 2022). Det er særlig denne komponenten av kapitaliseringsrenten som det forventes at vil bidra til mer variasjon fremover. Markedsrisikopremien basert på børsnoterte selskaper multipliseres deretter med en skaleringsfaktor for å hensynta den spesifikke risikoen ved unoterte selskaper (Wagner & Ziegler, 2019). Skaleringsfaktoren bestemmes ved å sammenligne volatiliteten i egenkapitalavkastning til børsnoterte selskaper med egenkapitalavkastningen til ikke-børsnoterte selskaper. Wagner og Ziegler (2019) anbefalte at skaleringsfaktoren beregnes en gang hver konjunktursyklus. Skaleringsfaktoren er blitt beregnet til 3.01 for perioden 2009-2017. Den siste komponenten er et påslag for illikviditet som foreløpig er bestemt til 17.65 prosent av de øvrige delene av kapitaliseringsrenten.

Tabellen under er basert på beregninger fra rapporten til Wagner og Ziegler (2019), og viser estimert kapitaliseringsrente etter den gamle og den nye metoden. Wagner og Ziegler (2019) foreslo å beregne likviditetsrabatten som 10 prosent av beregnet virksomhetsverdi, heller enn å justere for illikviditet i diskonteringsrenten. Den vedtatte ordningen fra 1. januar 2021 fulgte ikke Wagner og Ziegler sin anbefaling, og justerer for illikviditet i diskonteringsrenten med en oppjustering på 17.65 prosent. Renten vist i tabellen under er beregnet etter den vedtatte ordningen. Diskonteringsrenten for 2021 var 9.50 prosent (Erismann, 2022).

Som vist under, varierte kapitaliseringsrenten fra 7.00% til 8.50% fra 2010 til 2018 med den gamle ordningen. Som man ser av kolonnen til høyre i tabellen under, ser det ut til at variasjonen i kapitaliseringsrente vil øke med den nye modellen. Gjennomsnittlig kapitaliseringsrente er også høyere etter beregninger med den nye metoden. For å unngå for store svingninger fra år

⁴ Den sveitsiske sentralbanken er børsnotert.

til år, åpner Wagner og Ziegler (2019) i sin rapport for å glatte den beregnede kapitaliseringsrenten over to eller tre år. Dette er foreløpig ikke tatt til følge.

Tabell 1: Oversikt over kapitaliseringsrente for den sveitsiske modellen

År	Kapitaliseringsrente	
	Gammel modell	Ny modell*
2010	8.50 %	7.52 %
2011	8.50 %	11.60 %
2012	7.50 %	10.71 %
2013	8.00 %	5.87 %
2014	7.50 %	9.68 %
2015	7.00 %	7.75 %
2016	7.00 %	8.25 %
2017	7.00 %	7.28 %
2018	7.00 %	11.83 %
Gjennomsnitt	7.56 %	8.94 %

Basert på arbeidet til Wagner og Ziegler (2019, s. 29). Tabellen hensyntar valgt løsning for å justere for illikviditet. *Gjennomsnittet av rentene estimert med utgangspunkt i modell 1 og modell 2.

Øvrige momenter ved den sveitsiske modellen

Det finnes enkelte bestemmelser i det sveitsiske skattesystemet som kan endre den skattemessige formuesverdien for eiere av ikke-børsnoterte selskaper. Den sveitsiske modellen inkluderer eksempelvis en minoritetsrabatt som tilsvarende et fast fradrag på 30 prosent av estimert verdi. Verdsettelsesrabatten for minoritetseierskap er begrunnet med den begrensede innflytelsen en minoritetseier har på ledelse og generalforsamlingens vedtak (SSK, 2008). Som hovedregel gis rabatten til alle aksjonærer med eierandel til og med 50 prosent av selskapskapitalen (Bütler & Neff, 2022b). Det er dog en unntaksbestemmelse som sier at dersom skatteyder mottar et «passende utbytte» så forsvinner fradraget. Utbyttet regnes som passende dersom avkastningen er minst et prosentpoeng høyere enn femårig swap-rente beregnet kvartalsvis (SSK, 2008). Ifølge Bütler og Neff (2022b) betyr dette nå i praksis at utbyttet de siste to årene må være på minst 1.8 prosent av aksjenes verdi.

Videre vil *betydelige* endringer i eierskap mellom uavhengige tredjeparter føre til at den skattemessige verdien av aksjen skal baseres på markedsverdi fremfor formelverdi. Begrepet *betydelig* er ikke klart definert, men basert på tidligere praksis, virker det som at et årlig transaksjonsvolum på 10 prosent ansees som *betydelig* (Bütler & Neff 2022c). Markedspris skal

også brukes dersom det blir gjennomført finansieringsrunder eller kapitalforhøyelser, men det skal ikke gjelde for selskaper i oppstartsfasen. Hva som ansees som oppstartsfase er ikke presist formulert, men så fort representative forretningsresultater er tilgjengelig anses ikke selskaper lenger for å være i oppstartsfasen (Bütler & Neff, 2022c).

Styrker, utfordringer og øvrige problemstillinger relatert til den sveitsiske modellen drøftes i analysedelen.

3. Data

Målsettingen med oppgaven er å gi et objektivt og empirisk bidrag til debatten om hvordan den norske formuesskatten kan forbedres gjennom å besvare tre problemstillinger. Først sammenlignes ligningsverdier med markedsverdier. Deretter analyseres det hvordan en sveitsisk modell for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper for formuesbeskatning kunne fungert i Norge. Den siste delen av analysen fokuserer på mulige tilpasninger av den sveitsiske modellen, en alternativ modell for verdsettelse med utgangspunkt i kapitalisert driftsresultat, samt andre mulige forbedringer av dagens regler.

Analysen tar utgangspunkt i selskaper som handles på markedsplassene Euronext Growth (tidligere Merkur Market) og Euronext NOTC. Siden selskapene som analyseres handles på en åpen markedsplass finnes det objektive markedsverdier basert på transaksjoner mellom uavhengige parter. Samtidig behandles disse selskapene som ikke-børsnoterte for formuesbeskatning, noe som gjør at det foreligger skattemessige formuesverdier beregnet etter metoden for ikke-børsnoterte selskaper. Utvalget av selskaper gir følgelig en unik mulighet til å sammenligne størrelsene av interesse, altså beregnet verdi etter den sveitsiske metoden, skattemessig verdi etter dagens regler og selskapets markedsverdi.

For å gjennomføre analysen har data fra flere ulike kilder blitt benyttet. Grunnstammen i datagrunnlaget er data levert fra Skatteetaten fra skjemaene *Næringsoppgave 2* og *Skattemelding for inntekts- og formuesskatt - aksjeselskaper mv*. Registerdataen inneholder skattemessige formuesverdier, i tillegg til inntekter, kostnader og balanseførte verdier som er nødvendig for å beregne verdien av selskapene basert på den sveitsiske modellen. Datagrunnlaget fra Skatteetaten er supplert med registerdata fra regnskapsdatabasen – Norwegian Corporate Accounts – en omfattende og kvalitetssikret database for regnskaps- og selskapsinformasjon om norske selskaper, finansiert av Samfunns- og næringslivsforskning (SNF) på NHH (Mjøs & Selle, 2022). Regnskapsdatabasen baserer regnskapstallene sine på informasjon fra Brønnøysundregistrene, og utarbeider egne datasett for konsernregnskap. Konsernregnskapene utarbeidet av SNF har muliggjort en analyse som i større grad reflekterer underliggende realiteter, og er nødvendig for å beregne selskapsverdi basert på den sveitsiske modellen.

Videre har markedsverdier blitt hentet fra hjemmesidene til Euronext NOTC og Euronext Growth. Markedsverdier for selskapene notert på Merkur Market i perioden 2016-2019 har blitt

oversendt per epost fra Oslo Børs. For å koble datakildene sammen har det også vært nødvendig med et organisasjonsnummer. Organisasjonsnummer har hovedsakelig blitt hentet ut ved manuelt navnesøk i Brønnøysundregistrene og Proff og er deretter aidentifisert av professor Jarle Møen slik at de kan påkobles øvrig selskapsinformasjon som ligger aidentifisert på en sikker server ved Senter for skatteforskning på NHH..

Først gis det en kort introduksjon til markedsplassene Euronext Growth og Euronext NOTC. Deretter blir de ulike delene av datasettet beskrevet og vurdert. Så følger en gjennomgang av hvordan dataen er behandlet og satt sammen.

3.1 Datakilder

3.1.1 Introduksjon av Euronext Growth og Euronext NOTC

Euronext Growth

Markedsplassen åpnet i 2016 under navnet Merkur Market, og er en markedsplass for elektronisk handel av aksjer og egenkapitalbevis (Oslo Børs, 2022). Navnet ble endret til Euronext Growth i 2020, og vil heretter bli omtalt som det. Per 1. desember 2022 var 114 selskaper notert på markedsplassen (Euronext, 2022). Euronext Growth er ikke et regulert marked tilsvarende hovedlisten på Oslo Børs, men en multilateral handelsfasilitet (MTF) hvor aksjer handles gjennom børsens handelssystem og under børsens overvåkning (Finanstilsynet, 2022; Pareto Securities, u.d.). Både profesjonelle og ikke-profesjonelle investorer kan handle på Euronext Growth (Euronext, u.d.). Opptakskravene til Euronext Growth er mindre omfattende enn for hovedlisten på Oslo Børs, og notering på Euronext Growth kan derfor være et alternativ for mindre og mellomstore selskaper som ønsker enklere tilgang til kapitalmarkedet (Euronext, u.d.; Abrahamsen & Sveen, 2022). Ofte er det selskaper med markedsverdi på 200 millioner og oppover som noteres på Euronext Growth (Abrahamsen & Sveen, 2022).

Kravene som stilles til selskaper for notering på Euronext Growth er: 1) aksjeverdi på minst NOK 1 og at det noteres aksjer til en minimumsverdi av EUR 2.5 millioner, 2) aksjene må være spredt blant minst 30 aksjonærer, 3) fri flyt tilgjengelig på Euronext Growth må tilsvare minst 15 prosent av aksjene i selskapet, 4) det må i utgangspunktet foreligge to år med finansiell informasjon, og 5) regnskapene til selskapet må oppfylle kravene til NGAAP, IFRS eller andre anerkjente regnskapsstandarder (Euronext, u.d; Abrahamsen & Sveen, 2022).

Euronext NOTC

Euronext NOTC er en markedsplass for unoterte aksjer, og eies 100% prosent av Oslo Børs ASA (NOTC, u.d.). Per 1. desember 2022 var det 43 selskaper notert på markedsplassen (NOTC, 2022). Ifølge Verdipapirforetakenes Forbund (2018) handles aksjer på Euronext NOTC-listen ved at meglere legger inn kjøps- og salgsinteresser i systemet på vegne av en kunde som ønsker å kjøpe eller selge aksjer i et selskap på listen. Deretter kan andre meglere på vegne av sin kunde ta telefonisk kontakt med megleren for å avtale en eventuell transaksjon. Megleren er ikke bundet til å gjennomføre kjøp/salg til kursen som er lagt inn i systemet. Kjøpsprosessen på Euronext NOTC er altså mer manuell enn prosessen på Euronext Growth. Gjennomførte handler meldes inn i systemet og omsetningskurser blir deretter publisert. Mange av selskapene på Euronext NOTC har forpliktet seg til å legge ut regnskapsinformasjon og annen kursrelevant informasjon (Verdipapirforetakenes Forbund, 2018).

Det stilles i utgangspunktet noen krav for at et selskap skal kunne noteres på på Euronext NOTC: 1) selskapets levetid skal normalt være over ett år, 2) selskapet skal ha en markedsverdi på mer enn NOK 20 millioner, 3) antall aksjonærer utenom ledelse og gründere skal normalt være mer enn 50, og 4) selskap må fra 2002 bruke listens meldingssystem til videreformidling av kursrelevant informasjon (Verdipapirforetakenes Forbund, 2018).

Skattemessig behandling av aksjer notert på Euronext Growth og Euronext NOTC

Av Skattelovens §4-12 følger det at utgangspunktet for fastsetting av formuesverdi for en børsnotert aksje er kursverdien, altså markedsverdien. Av Skatteetatens Skatte-ABC for 2022 fremgår det at aksjer notert på Euronext NOTC og aksjer notert på Euronext Growth ikke regnes som børsnoterte. Aksjer notert på Euronext Growth og Euronext NOTC skal for formuesbeskatning verdsettes etter reglene for ikke-børsnoterte selskaper.

3.1.2 Markedsverdier for Euronext Growth og Euronext NOTC

For selskapene notert på Euronext Growth i 2020 og 2021 har data blitt hentet fra hjemmesiden til Euronext Growth. For selskapene notert på Euronext Growth i perioden 2016 til 2019 har data blitt oversendt fra Oslo Børs per epost. Datasettene inneholder siste tilgjengelige aksjekurs ved årsslutt og antall aksjer. For å beregne selskapets markedsverdi multipliseres aksjekursen med antall aksjer.

Kursdata for selskapene notert på Euronext NOTC er lastet ned fra handelsplattformens hjemmeside. Datasettet fra hjemmesiden til Euronext NOTC inneholder oversikt over sist omsatte aksjekurs ved årsslutt for hvert år oppgaven tar for seg, samt antall aksjer i selskapene. Selskaper som ikke har en omsetningskurs fra årets siste handelsdag, får en fremskrevet aksjekurs basert på siste tilgjengelige handel. Markedsverdi beregnes som beskrevet over, ved å multiplisere antall aksjer med aksjekursen.

Før databehandling og sammenkobling av ulike kilder består utvalget av 274 unike selskaper, med 718 observasjoner.

3.1.3 Introduksjon av datamateriale fra Skatteetaten

Registerdataen fra Skatteetaten består av data fra «RF-1028 Skattemelding for formues- og inntektsskatt – aksjeselskaper mv.» og «RF-1167 Næringsoppgave 2».

RF-1028 - Skattemelding for formues- og inntektsskatt – aksjeselskaper mv

Skatteetaten har gitt tilgang til data for RF-1028 for perioden 2003 til 2021. I RF-1028 er post 480 - *samlet verdi bak aksjeselskapet*, benyttet videre. Denne posten danner basen for beregning av formuesskatt for ikke-børsnoterte selskaper, og vil heretter omtales som selskapets ligningsverdi. Post 480 benyttes også som mål på substansverdien, som er den ene av to komponenter i den sveitsiske modellen. Totalt består dette datasettet av 4,945,946 observasjoner.

RF-1167 - Næringsoppgave 2

Videre har Skatteetaten gitt tilgang til data for RF-1167 for perioden 2010 til 2020. I RF-1167 er det hovedsakelig post 9150 - *ordinært resultat*, som er av interesse. Post 9150 er nødvendig for å beregne den kapitaliserte verdien basert på den sveitsiske modellen. Det er også brukt andre poster for å beregne selskapsverdi i alternativt forsalg til modell (post 9050 - *driftsresultat*, post 2210 - *obligasjonslån*, 2220 - *gjeld til kredittinstitusjoner*, 2320-*obligasjonslån* og 2380 - *gjeld til kredittinstitusjoner*). Totalt består dette datasettet av 1,977,259 observasjoner.

3.1.4 Introduksjon av datamateriale fra SNF

Konsernregnskap fra SNF

Flere av selskapene i utvalget er organisert som konsern. For at analysen skal bli meningsfull, har det vært sentralt med en riktig sammenstilling mellom markedsverdi og rapporterte regnskapstall. For at beregningene basert på den sveitsiske metoden skal være interessante, er en avgjørende forutsetning at beregningene tar utgangspunkt i de samme resultatene som markedsverdien til selskapene reflekterer. For konsern med flere ulike datterselskaper, har det derfor vært nødvendig å bruke konsernregnskapet. I tilfeller hvor det eksisterer data for samme post i RF-1167-datasettet og SNF-datasettet (eksempelvis «ordinært resultat») benyttes dermed verdien fra SNF-datasettet.

Datamaterialet fra SNF gir tilgang til konserndata for perioden 2013 - 2020. Den viktigste posten i konserndatasettet er «ordinært resultat», som er nødvendig for å beregne selskapsverdi basert på den sveitsiske modellen. Andre poster av interesse er «driftsresultat» og «rentebærende gjeld». Disse postene inngår i beregnet selskapsverdi i alternativt forslag til modell. Totalt består dette datasettet av 35,741 observasjoner.

Foretaksinformasjon

Videre har SNF også gitt tilgang til et datasett med oversikt over diverse selskapsinformasjon for perioden 2013 til 2020, hvor vi har brukt variabelen som angir en tosifret industrikode. Industrikoden er nødvendig for næringsklassifiseringen ved bruk av den sveitsiske modellen. Totalt inneholder datasettet 2,573,803 observasjoner.

Supplerende kilder til datamateriale fra Skatteetaten og SNF

Vi har ikke fått tilgang til data for RF-1167 i 2021 fra Skatteetaten. Ettersom å inkludere 2021 i datagrunnlaget øker utvalgsstørrelsen betraktelig, er det foretatt et manuelt søk på regnskapsdata i Proff basert på organisasjonsnummer. Det kan være utfordringer knyttet til å basere analysen på tall fra ulike datakilder, men dette anses for å være et lite problem i praksis. Fordelen ved å øke størrelsen på utvalget veier tyngre enn ulempene ved manuelt søk på regnskapsdata. Totalt førte det til at 124 observasjoner som ellers ville gått tapt ble med videre.

3.2 Sammenkobling av datakilder

3.2.1 Euronext Growth og Euronext NOTC

For å senere kunne koble kursdata fra Euronext Growth og Euronext NOTC med registerdata fra Skatteetaten og Regnskapsdatabasen har det vært nødvendig å ha organisasjonsnummer for selskapene i utvalget. ISIN-nummer var inkludert i datagrunnlaget oversendt fra Oslo Børs for selskaper notert på Euronext Growth, og dette ble koblet mot organisasjonsnummer for selskaper stiftet til og med 2015. For resterende selskaper i utvalget har organisasjonsnummer blitt registrert manuelt ved hjelp av søk i Brønnøysundregistrene og Proff.

Professor Jarle Møen har deretter hjulpet oss med å erstatte organisasjonsnummer med et anonymisert løpenummer som videre er brukt til å koble de ulike datakildene sammen.

Datarensingen gjennomføres hovedsakelig etter at alle datakildene er sammenstilt, men organisasjonsnummer er en forutsetning for å kunne koble sammen datakildene. Innledningsvis fjernes derfor alle observasjonene uten organisasjonsnummer. Dette resulterer i at 84 selskaper og 181 observasjoner fjernes. Populasjonen består da av 190 selskaper og 537 observasjoner. Manglende organisasjonsnummer skyldes hovedsakelig utenlandske selskaper uten organisasjonsnummer, men det kan også ha sammenheng med feil eller mangler i datasettet.

3.2.2 Datasett fra Skatteetaten og SNF

De fire datasettene fra Skatteetaten og SNF kobles sammen basert på år og et anonymt løpenummer. Etter sammenkoblingen består datasettet av totalt 5,224,569 observasjoner.

Det foretas ingen tidsforskyvning av dataen fra Skatteetaten, selv om ikke-børsnoterte aksjer vanligvis verdsettes etter særregelen, som betyr at verdsettelsestidspunktet er 1.januar i inntektsåret. Hovedregelen i formuesskatten er at skattepliktig formue skal verdsettes til omsetningsverdien ved utgangen av inntektsåret. Formålet med analysen er å sammenligne hvor godt de ulike verdsettelsesmodellene predikerer markedsverdi til selskapet. Den relevante sammenligningen er dermed ligningsverdien, verdien etter den sveitsiske eller alternative metoden og markedsverdien for et gitt tidspunkt. Dermed blir ikke tidsforskyvning nødvendig.

3.2.3 Kursdata kobles sammen med Skatteetaten og SNF

Avslutningsvis kobles datasettet med kursdataen sammen med datasettet fra Skatteetaten og SNF, basert på organisasjonsnummer og år. I denne sammenkoblingen forsvinner 10 selskaper

og 40 observasjoner, og man sitter igjen med 180 selskaper og 497 observasjoner. Hovedårsaken til dette er norskregistrerte utenlandske selskaper med organisasjonsnummer som ikke leverer regnskap til Norge. Etter sammenkoblingen er det flere av observasjonene som mangler informasjon fra en eller flere av de fem datakildene, majoriteten av disse fjernes når datasettet renses.

3.3 Rensing av datasett

Innledningsvis fjernes observasjoner fra Euronext NOTC der det ikke er gjennomført handel i aksjen i løpet av året, fordi verdiene da ikke ansees for å være representative for faktisk markedsverdi. Bakgrunnen for denne vurderingen blir nærmere kommentert i analysen. Deretter fjernes observasjoner der markedsverdien er lik 0, fordi det anses som en feil eller mangel. Totalt forsvinner 11 observasjoner på grunn av dette. Videre fjernes 6 observasjoner uten ligningsverdi. Årsaken til det er at manglende ligningsverdi ansees som en feil, og fordi ligningsverdi er en forutsetning for å beregne selskapsverdi basert på den sveitsiske modellen.

Som diskutert over er det avgjørende med tilgjengelig data på *ordinært resultat* for å beregne selskapsverdi basert på den sveitsiske modellen. For selskaper strukturert som konsern finner man informasjonen både i datasettene fra SNF og Skatteetaten. For selskaper som ikke er strukturert som et konsern finner man kun denne informasjonen i RF-1167. Observasjoner som verken inneholder informasjon om *ordinært resultat* i datasettet fra Skatteetaten eller SNF fjernes. Dette resulterer i at 84 observasjoner forsvinner. Hovedårsaken til at observasjonene forsvinner er sannsynligvis at det er fastsatt en egen næringsoppgave 4 RF-1173 for banker, finansieringsforetak mv. (Skatteetaten, 2022). Det kan virke som at det er frivillig for disse selskapene å levere RF-1167.

Etter sammenkoblingen og rensingen av datasettene består utvalget av 396 observasjoner fordelt på 162 selskaper.

3.4 Databehandling

3.4.1 Næringsklassifisering

Som redegjort for i teorien benytter den sveitsiske modellen ulike metoder for verdsettelse av unoterte selskaper basert på virksomhetens aktivitet. Holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper skal verdsettes annerledes enn resten av utvalget, og det

er derfor nødvendig å identifisere disse selskapene. Selskapene i utvalget er derfor gruppert etter «Standard for næringsgruppering», som utformes på bakgrunn av EUs standard NACE (SSB, 2022). Mer spesifikt er selskapene gruppert etter en tosifret industrikode som angir næring. Basert på Statistisk Sentralbyrå (SSB) sine beskrivelser av de ulike næringene, har selskaper med de tosifrede kodene 64, 65 og 66 blitt kategorisert som holding-, kapitalforvaltnings- og finansieringsselskaper, og selskaper med kode 68 har blitt kategorisert som eiendomsselskaper. Kodene 64, 65 og 66 omfatter ifølge SSB (2022) «finansiell formidling, forsikring, gjenforsikring og pensjonskasser samt hjelpetjenester i forbindelse med slike enheter». Det omfatter også «eie av aktiva som f.eks. virksomheten til holdingselskaper, verdipapirfond, investeringsselskaper og lignende finansiell virksomhet» (SSB, 2022). Koden 68 omfatter blant annet «kjøp eller salg av fast eiendom, utleie av fast eiendom, annen virksomhet i forbindelse med fast eiendom» (SSB, 2022).

For å skille mellom selskapene har det blitt laget en dummyvariabel som tar verdien 1 dersom selskapet har næringskode 64, 65, 66 eller 68, og 0 ellers.

3.4.2 Diskonteringsrente

For å kunne estimere verdien til selskapene basert på den sveitsiske modellen har det vært nødvendig å estimere en diskonteringsrente. Siden oppgaven skal verdsette norske selskaper, er det vurdert som hensiktsmessig å basere beregningen av kapitaliseringsrenten på norske data, etter sveitsisk modell.

Frem til 1. januar 2021 ble kapitaliseringsrenten i det sveitsiske systemet bestemt med utgangspunkt i en femårig risikofri rente og et fast påslag på 7 prosent. For å beregne kapitaliseringsrenten for norske data, har vi tatt utgangspunkt i norsk syntetisk 5-års effektiv statsobligasjonsrente lastet ned fra av Norges Bank sine hjemmesider (Norges Bank, 2022c). For 2021 brukes renten på 5-årig statsobligasjonsrente beregnet med nullkupongsrenter (Norges Bank, 2022d). Den risikofrie renten for hvert år er basert på et gjennomsnitt av månedlige observasjoner, avrundet etter reglene i den sveitsiske modellen. Påslaget på 7 prosent ligger fast i hele perioden. Kapitaliseringsrenten i perioden 2013 til 2021 beregnet etter gammel sveitsisk metode er oppsummert i tabellen under:

Tabell 2: Beregnet norsk kapitaliseringsrente etter gammel sveitsisk metode

	Risikofri rente	Avrundet	Påslag	Diskonteringsrente
2013	1.93 %	2.00 %	7.00 %	9.00 %
2014	1.82 %	2.00 %	7.00 %	9.00 %
2015	0.99 %	1.00 %	7.00 %	8.00 %
2016	0.84 %	1.00 %	7.00 %	8.00 %
2017	1.07 %	1.00 %	7.00 %	8.00 %
2018	1.44 %	1.50 %	7.00 %	8.50 %
2019	1.29 %	1.50 %	7.00 %	8.50 %
2020	0.56 %	0.50 %	7.00 %	7.50 %
2021	1.19 %	1.00 %	7.00 %	8.00 %

Kilde: Norges Bank (2022c); Norges Bank (2022d).

Fra og med 2021 er modellen for beregning av kapitaliseringsrente i den sveitsiske modellen endret. Overordnet består nå modellen av en risikofri rente, en markedspremie multiplisert med en skaleringsfaktor og et påslag for illikviditet i ikke-børsnoterte selskaper. Beregningen av kapitaliseringsrente etter de nye reglene er relativt komplisert, og krever estimater av flere ulike empiriske størrelser. Av hensyn til oppgavens omfang har vi lagt til grunn en noe forenklet versjon som likevel reflekterer hovedtrekkene ved estimeringsendringen. Hvordan diskonteringsrenten eventuelt kan bestemmes om en tilsvarende modell skal innføres i Norge blir nærmere diskutert i analysedelen under forslaget til egenutviklet modell.

I Sveits brukes 20 års statsobligasjoner som den langsiktige risikofrie renten investorer kan investere i. Norges Bank har ikke utstedt statsobligasjoner med 20 års løpetid før i 2022, og vi har derfor brukt norsk syntetisk 10års effektiv statsobligasjonsrente ved årsslutt som den langsiktige risikofrie renten investorer kan investere i (Norges Bank, 2022b; Norges Bank, 2022c). For 2021 brukes nullkuponrenten som beskrevet over (Norges Bank, 2022d). Videre har vi brukt renten på nye nedbetalingslån med pant i bolig publisert av Statistisk Sentralbyrå (SSB) som renten investorer kan låne til. Renten på nye utlån ligger i snitt lavere enn renten på utestående lån, og er dermed en tilnærming til den sveitsiske løsningen som bruker 25%-persentilen med lavest rente.

For å bestemme en rimelig markedsrisikopremie for den norske dataen, har vi tatt utgangspunkt i tre ulike innfallsvinkler, nemlig en empirisk beregnet markedsrisikopremie for norske forhold, en implisitt beregnet markedsrisikopremie basert på prising på Oslo Børs og markedsaktørers forventning til markedsrisikopremien.

Den empiriske beregningen for markedsrisikopremien for det norske aksjemarkedet er basert på avkastningen til børsnoterte aksjer, fratrukket den kortsiktige pengemarkedsrenten i perioden 1967 til 2016. Markedsrisikopremien for Oslo Børs er blitt beregnet til 4.8% for den nevnte perioden (Dimson, Marsh & Staunton, 2017, s. 38). PwC har i samarbeid med Norske Finansanalytikerens forening (NFF) skrevet rapporten «Risikopremien i det norske markedet» hvert år siden 2012. Rapporten for 2021 inneholder estimater av markedsrisikopremien basert på både implisitte beregninger og basert på undersøkelser blant NFFs medlemmer. Den implisitte beregningen tar utgangspunkt i forventet utbytte per aksje for de 40 selskapene med høyest markedsverdi på Oslo Børs, og finner at gjennomsnittlig implisitt markedsrisikopremie for 2017 til 2021 tilsvarte 5.9% (PwC, 2021, s. 9). Basert på vektet snitt av markedsaktørens tilbakemeldinger på den årlige undersøkelsen, har markedsrisikopremien for investeringer på Oslo Børs variert mellom 4.8 – 5.2% i perioden 2013 til 2020 (PwC, 2021).

For beregning av markedspremie for norske forhold, har vi valgt å benytte et fast påslag på 5% for hele perioden. Påslaget er bestemt med utgangspunkt i en helhetsvurdering av de tre nevnte metodene. I tillegg til å fremstå konseptuelt og empirisk begrunnet, er en sentral fordel med et slikt fast markedsrisikopåslag at det er enkelt, transparent, forutsigbart og lite sensitivt for særinteressers påvirkning. Vi anerkjenner likevel at den valgte metoden avviker fra metoden som er innført i Sveits, som baserer seg på å implisitt beregne markedspremie med utgangspunkt i børsnoterte selskaper og multiplisere den med en skaleringsfaktor.

Likviditetsrabatten var i Sveits i 2021 bestemt til 17.65 prosent av de to andre komponentene, og er påslaget som er brukt for den norske dataen hele perioden. Som man ser av tabellen under, gir dette en estimert diskonteringsrente på mellom 7.5% og 10.0% i perioden 2013 til 2021.

Tabell 3: Beregnet norsk kapitaliseringsrente etter ny sveitsisk metode

	Risikofri rente	Boliglånsrente	Snitt risikofri	Risikopremie	Illikviditetspåslag	Diskonteringsrente
2013	2.9 %	4.0 %	3.5 %	5.0 %	17.65 %	10.0 %
2014	1.8 %	3.5 %	2.6 %	5.0 %	17.65 %	9.0 %
2015	1.6 %	2.5 %	2.0 %	5.0 %	17.65 %	8.3 %
2016	1.8 %	2.5 %	2.1 %	5.0 %	17.65 %	8.4 %
2017	1.6 %	2.4 %	2.0 %	5.0 %	17.65 %	8.2 %
2018	1.8 %	2.5 %	2.2 %	5.0 %	17.65 %	8.5 %
2019	1.5 %	3.0 %	2.2 %	5.0 %	17.65 %	8.5 %
2020	0.9 %	1.8 %	1.3 %	5.0 %	17.65 %	7.5 %
2021	1.7 %	1.9 %	1.8 %	5.0 %	17.65 %	8.0 %

Hvis ikke annet blir spesifisert, er den gamle metoden for beregning av diskonteringsrente lagt til grunn for analysen.

3.4.3 Beregning av verdi med utgangspunkt i den sveitsiske modellen

Den sveitsiske tilnærmingen til verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper består av to komponenter: 1) kapitalisert verdi - som er det gjennomsnittlige resultatet for en bestemt periode, diskontert med en estimert diskonteringsrente og 2) substansverdi - som skal være et mål på egenkapitalen. Vi har brukt ordinært resultat som uttrykk for korrigert resultat for å hensynta reglene i det sveitsiske systemet beskrevet i underkapittel 2.5.2 – *Verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper i Sveits*. Holding-, kapitalforvaltnings- finansierings- og eiendomsselskaper verdsettes kun til substansverdi, mens for andre selskaper er det et vektet gjennomsnitt av kapitalisert verdi og substansverdi som skal legges til grunn. Det finnes to ulike metoder for å fastsette kapitalisert verdi, som betyr at det totalt finnes tre ulike modeller. Beregningen av estimert verdi ved bruk av de ulike modellen beskrives under.

Beregning av substansverdi (Modell 0)

Post 480 - *ligningsverdi* fra RF-1028 brukes som et mål på substansverdi. For selskaper med næringsdummy lik 1 (holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper) er substansverdien lik totalverdi.

Beregning av Modell 1

Modell 1 består av to komponenter: 1) kapitalisert verdi (diskontert ordinært resultat siste to år) og 2) substansverdi. Kapitalisert verdi beregnes på bakgrunn av gjennomsnittlig ordinært resultatet de to siste årene, hvor det siste året dobbeltvektes og det eldste året enkeltvektes. I tilfeller hvor det kun foreligger resultat fra ett år settes gjennomsnittet lik verdien for året. Det gjennomsnittlige resultatet deles på diskonteringsrenten beregnet for det aktuelle året. Resultatet som diskonteres kan ikke være negativt, og alle negative verdier settes dermed lik null. Det var totalt 244 negative verdier i utvalget.

Substansverdien er den andre komponenten som inngår i selskapsverdien. Denne variabelen er allerede definert. For å beregne total selskapsverdi tar man gjennomsnittet av den kapitaliserte verdien og substansverdien, der den kapitaliserte verdien dobbeltvektes og substansverdien

enkeltvektes. Nullverdier påvirker ikke vektingen. Denne nye variabelen gir total selskapsverdi under modell 1.

Beregning av Modell 2

Modell 2 består av to komponenter: 1) kapitalisert verdi (diskontert ordinært resultat siste tre år) og 2) substansverdi. Kapitalisert verdi beregnes på bakgrunn av gjennomsnittlig ordinært resultatet de tre siste årene, hvor alle årene enkeltvektes. I tilfeller hvor det kun foreligger resultat fra ett år settes gjennomsnittet lik verdien for året. I tilfeller hvor det kun foreligger resultat fra de to siste årene settes verdien lik gjennomsnittet av disse. Det gjennomsnittlige resultatet deles på diskonteringsrenten beregnet for det aktuelle året. Resultatet som diskonteres kan ikke være negativt, og alle negative verdier settes derfor lik null. Det var totalt 244 negative verdier i utvalget.

Den totale selskapsverdien beregnes på samme måte som for modell 1, altså ved å dobbeltvekte den kapitaliserte verdien og enkeltvekte substansverdien.

3.5 Oversikt over populasjonen

Analysen baserer seg på data fra selskaper som har vært notert på Euronext NOTC i perioden 2013-2021, og Euronext Growth i perioden 2016-2021. Det ferdige datasettet består av totalt 162 selskaper og 396 observasjoner. Et selskap kan ha flere observasjoner, men kun én observasjon per år. En observasjon inneholder blant annet data om markedsverdi, ligningsverdi, resultater og rentebærende gjeld, i tillegg til beregnet verdi etter de ulike sveitsiske modellene og foreslått modell for verdsettelse beskrevet i underkapittel 4.5.2.

Som man ser av tabellene under er det en kraftig økning i antall observasjoner de seneste årene. Hovedårsaken til dette er at svært mange selskaper ble notert på Euronext Growth i 2020 og 2021. I tillegg var Euronext NOTC den eneste markedsplassen for ikke-børsnoterte selskaper inntil 2016, og det er naturlig at antall observasjoner øker gradvis i perioden etter at Euronext Growth ble lansert.

Tabell 4: Oversikt over antall selskaper og observasjoner fordelt etter markedsplass

	Euronext Growth	Euronext NOTC	Sum
2013	0	20	20
2014	0	24	24
2015	0	21	21
2016	5	19	24
2017	7	21	28
2018	9	32	41
2019	10	27	37
2020	48	29	77
2021	93	31	124
Antall unike observasjoner	172	224	396
Antall unike selskaper	98	64	162

Tabellen over viser også hvordan selskapene og observasjonene i utvalget er fordelt på de to markedsplassene. 98 selskaper er notert på Euronext Growth og 64 selskaper er notert på Euronext NOTC. Som nevnt over er det en overvekt av selskaper tilknyttet Euronext Growth fordi svært mange selskaper ble notert på denne listen i 2020 og 2021. Videre er 224 observasjoner tilknyttet Euronext NOTC og 172 tilknyttet Euronext Growth. Overvekten av observasjoner på Euronext NOTC skyldes at selskapene på Euronext Growth ofte kun har en eller to observasjoner, mens flere av selskapene på Euronext NOTC har vært notert på listen over en lenger tidsperiode.

Den sveitsiske modellen benytter en tilpasset modell hvor holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper verdsettes til substansverdi. Selskaper med de tosifrede industrikodene 64, 65, 66 og 68 har blitt klassifisert som finansielle selskaper, som blir brukt som en samlebetegnelse for holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper. Totalt er 31 av 162 selskaper klassifisert som finansielle selskaper, og 83 av 396 observasjoner verdsettes derfor til ligningsverdi.

Tabell 5: Fordeling av selskaper og observasjoner etter næringsklassifisering

Næringsklassifisering	Selskaper	Observasjoner
Finansielle selskaper	31	83
Andre selskaper	131	313
Totalt	162	396

3.6 Vurdering av utvalgets representativitet

Det endelige utvalget analysen baserer seg på består av 162 unike selskaper, med totalt 396 observasjoner fordelt over perioden 2013 til 2021. En del selskaper observeres altså over flere år. I 2020 var det registrert omtrent 340 000 aksjeselskaper i Norge (Knudsen, Brekke & Gårseth-Nesbakk, 2020). Disse 340 000 selskapene er utvilsomt en heterogen samling selskaper med stor variasjon, fra store konsern som Reitangruppen og Nordic Choice til din lokale frisør.

For å undersøke representativiteten til utvalget, er det foretatt en overordnet deskriptiv analyse med utgangspunkt i registerdata fra Skatteetaten for perioden 2013 - 2020. Basert på denne analysen er det klart at utvalget analysen baseres på i snitt har vesentlig lavere andel selskap med positivt resultat, vesentlig høyere gjennomsnittlig driftsinntekt, vesentlig høyere netto egenkapital og består av vesentlig flere finansielle selskaper sammenlignet med den totale populasjonen.

Tabell 6: Sammenligning av populasjonen og utvalget oppgaven baseres på

	Andel med negativt resultat	Driftsinntekt (gj.snitt)	Bokført EK (median)	Andel finansielle selskaper
Populasjonen	35.6%	41.2 mNOK	0.5 mNOK	10.8% ¹
Vårt utvalg	60.6%	528.0 mNOK	162.7 mNOK	20.9%

1. Basert på SSB sin oversikt over virksomheter etter næring.

Selskapene notert på Euronext Growth og Euronext NOTC skiller seg altså fra majoriteten av andre ikke-børsnoterte selskaper i Norge på noen sentrale områder. Det virker rimelig å anta at selskapene i utvalget vårt typisk har høyere markedsverdi, flere aksjonærer, større innslag av profesjonelle investorer og høyer likviditet i aksjen enn majoriteten av andre ikke-børsnoterte selskaper. Krav til informasjonsflyt og kontrollmekanismer fra Euronext Growth og Euronext NOTC kan også gi bedre markedsinformasjon. Videre kan det tenkes at det er systematiske forskjeller i forhold som profesjonalitet, lønnsomhet, risiko og sammensetning av selskapenes balanse. Problemstillingen med utvalgsrepresentativitet er også vurdert av Andresen og Bø (2022, s. 10) som skriver at det vil være seleksjon inn og ut av børsnotering, og at det betyr at børsnoterte og ikke-børsnoterte selskaper ikke nødvendigvis er sammenlignbare. Dersom det foreligger slike systematiske forskjeller mellom utvalget oppgaven tar utgangspunkt i og øvrige ikke-børsnoterte selskaper, vil det kunne påvirke relevansen til oppgavens funn.

Det er vanskelig å vurdere om, og eventuelt i hvor stor grad, forskjellen mellom selskapene i utvalget og de øvrige ikke-børsnoterte selskaper i Norge påvirker relevansen til konklusjonene fra oppgaven. Samtidig bemerkes det at alternativene til aktuelle selskaper å analysere begrenses av at analysen krever objektive markedsverdier, likningsverdier etter reglene for ikke-børsnoterte selskaper og regnskapsinformasjon til å beregne verdien etter sveitsisk modell. Det er et begrenset antall selskaper som har alle disse tre verdiene tilgjengelig. En naturlig utvidelse av utvalget kunne vært selskaper som nylig har blitt omsatt og selskaper som nylig har utført kapitalutvidelser, da slike selskaper dermed har blitt verdsatt i en transaksjon mellom uavhengige tredjeparter. Det kunne også vært relevant å se på selskaper som nylig er børsnotert og som man dermed fortsatt har likningsverdier for.

For å motvirke utfordringene knyttet til utvalgets representativitet, virker det nyttig at utvalget inneholder selskaper fra to ulike markeds plasser. Som oppsummert i tabellen under, har selskapene ved de to Euronext Growth og Euronext NOTC ulike kjennetegn, noe som bidrar til økt variasjon i utvalget. Samtidig kan det nok argumenteres for at selskapene på de to markeds plassene muligens ligner mer på hverandre, enn de ligner på resten av de ikke-børsnoterte selskapene i Norge.

Tabell 7: Sammenligning av selskaper notert på Euronext Growth og Euronext NOTC 2013 - 2021

Markeds plass	Andel med negativt resultat	Driftsinntekt (gj.snitt)¹	Markedsverdi (median)	Andel finansielle selskaper
Euronext NOTC	49%	682 mNOK	194 mNOK	19%
Euronext Growth	75%	152 mNOK	729 mNOK	22%

1. For perioden 2013 - 2020.

Et annet relevant poeng er at selskapene i utvalget antagelig har flest fellestrekk med de største ikke-børsnoterte selskapene. Gitt dette premisset, vil analysen muligens være mest relevant for slike selskaper. Det kan argumenteres for at det fra et effektivitets- og rettferdighetsståsted er særlig viktig å utarbeide bedre metoder for verdsettelse av nettopp de store selskapene. Det er også for slike selskaper den fiskale effekten gjerne vil være størst. Mer presis verdsettelse av store selskaper som Reitangruppen, Norgesgruppen og Nordic Choice Hotels har gjerne større betydning enn hvor presist man verdsetter den lokale frisøren eller bakeren.

3.7 Vurdering av markedsverdiens relevans

Et viktig premiss for oppgavens analyse er at aksjekursene som brukes er reelle uttrykk for selskapenes virkelige markedsverdi på verdsettelsestidspunktet. Fra definisjonen i teoridelen fremkommer det at markedsverdi er den verdien et objekt vil handle til i et kompetitivt marked. Reelle markedsverdier forutsetter løpende transaksjoner mellom uavhengige parter. En aksjekurs observert i et effisient marked er et rettvisende uttrykk for aksjens verdi (Nedrelid, 2013, s. 219). En aksjekurs reflekterer kjøpere og selgeres løpende vurdering av verdien til selskapets forventede fremtidige kontantstrøm, og å bruke aksjekurs som uttrykk for markedsverdi er følgelig ukontroversielt. Det relevante spørsmålet i denne sammenheng er om transaksjonene er nye nok til å være relevante å legge til grunn på verdsettelsestidspunktet.

En vurdering av markedsplassenes likviditet fremstår som et fornuftig utgangspunkt for å vurdere hvorvidt det foreligger relevante markedsverdier. For å kartlegge likviditeten for selskapene på Euronext Growth er det foretatt analyser basert på data for 2020 publisert på hjemmesiden til handelsplattformen. Medianen for antall transaksjoner i løpet av 2020 for selskapene notert på Euronext Growth per 31.12.2020 var 28 872 og gjennomsnittlig antall transaksjoner var 152 833, noe som indikerer betydelig variasjon i likviditet mellom selskapene. Overordnet fremstår likviditeten på handelsplattformen Euronext Growth som tilstrekkelig til å sikre relevante transaksjoner som basis for beregningen av markedsverdi.

En notering på Euronext NOTC er mindre omfattende enn en notering på Euronext Growth, og handlene på Euronext NOTC gjennomføres ved bruk av meglere, og ikke automatiserte handelssystemer. Dette er forhold som bidrar til lavere likviditet på Euronext NOTC sammenlignet med Euronext Growth. Basert på Euronext NOTC-selskapene med identifisert organisasjonsnummer i utvalget, er det foretatt en analyse av alderen på transaksjonene som legges til grunn for å beregne markedsverdi ved årsslutt. Medianverdien basert på 263 observasjoner er 8 dager, gjennomsnittsverdien 55 dager og maksimumsverdien 1361 dager. 69 av handlene som legges til grunn er gjennomført på årets siste handelsdag. I motsatt ende av skalaen er 10 av observasjonene mer enn 12 måneder gamle.

Basert på analysene beskrevet over, er det klart at likviditeten på Euronext NOTC er lavere enn for Euronext Growth. Mens man for selskapene notert på Euronext Growth kan slå fast at markedsverdiene analysen legger til grunn er basert på tidsrelevante transaksjoner, er det for enkelte av selskapene på Euronext NOTC i større grad et vurderingsspørsmål. I oppgaven har

vi valgt å ekskludere selskapene som ikke har transaksjoner nyere enn 12 måneder. Tidsrelevante markedsverdier er en nødvendig forutsetning for analysen. For å kunne vurdere hvor godt den sveitsiske og alternative modellen predikerer, må sammenligningsgrunnlaget nødvendigvis være oppdatert og relevant. Ideelt sett burde vi brukt observasjoner som lå så tett opp til verdsettelsestidspunktet som mulig. Grensen på at transaksjonene må være fra inneværende år er bestemt som et kompromiss mellom å ivareta utvalgets størrelse og hensynet til relevante markedsverdier.

4. Analyse

Analysen tar utgangspunkt i å besvare oppgavens tre problemstillinger:

1. Hvor stor er forskjellen mellom ligningsverdi og markedsverdi for et utvalg ikke-børsnoterte selskaper i Norge i perioden 2013 - 2021?
2. Hvordan kunne en sveitsisk modell fungert i Norge, og hva ville verdsettelsen blitt sammenlignet med ligningsverdi og markedsverdi?
3. Hvordan kan den sveitsiske modellen tilpasses hvis den skal innføres i Norge, og hvilke alternative forslag kan vurderes for å forbedre dagens system?

4.1 Ligningsverdi sammenlignet med markedsverdi

Først analyseres forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi for observasjonene i datasettet. Liknende analyser er gjennomført tidligere på et sammenlignbart utvalg, og denne delen av analysen er dermed være nyttig for å tilføre nye og oppdaterte beregninger, samt kontrollere validiteten til resultatene våre.

Basert på et utvalg selskaper notert på Euronext NOTC i perioden 2007 - 2013 fant Gobel og Hestdal (2015) at forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi i gjennomsnitt var 0.33 basert på særregelen og 0.30 basert på hovedregelen. Som diskutert i underkapittel 3.2.2, er verdsettelsestidspunktet etter særregelen inngangen av inntektsåret, mens det etter hovedregelen er utgangen av inntektsåret. Vår analyse tar utgangspunkt i hovedregelen. En studie av Damgaard og Elkjaer (2014) fant at forholdet mellom bokført verdi og markedsverdi for danske unoterte selskaper i gjennomsnitt utgjorde omtrent 0.25 - 0.33. Merk at analysen gjøres eksklusive formelle rabatter.

Oppsettet til tabellene i analysen er inspirert av Gobel og Hestdal (2015) og Birknes og Lilland (2018). Tabellen under viser en oversikt over det uvektede gjennomsnittet av ligningsverdi mot markedsverdi for utvalget. Det uvektede gjennomsnittet for hele perioden 2013 - 2021 er 0.59. Videre er medianen 0.24, og verdien blir lavere utover i perioden.

Tabell 8: Uvektet gjennomsnittet – ligningsverdi over markedsverdi

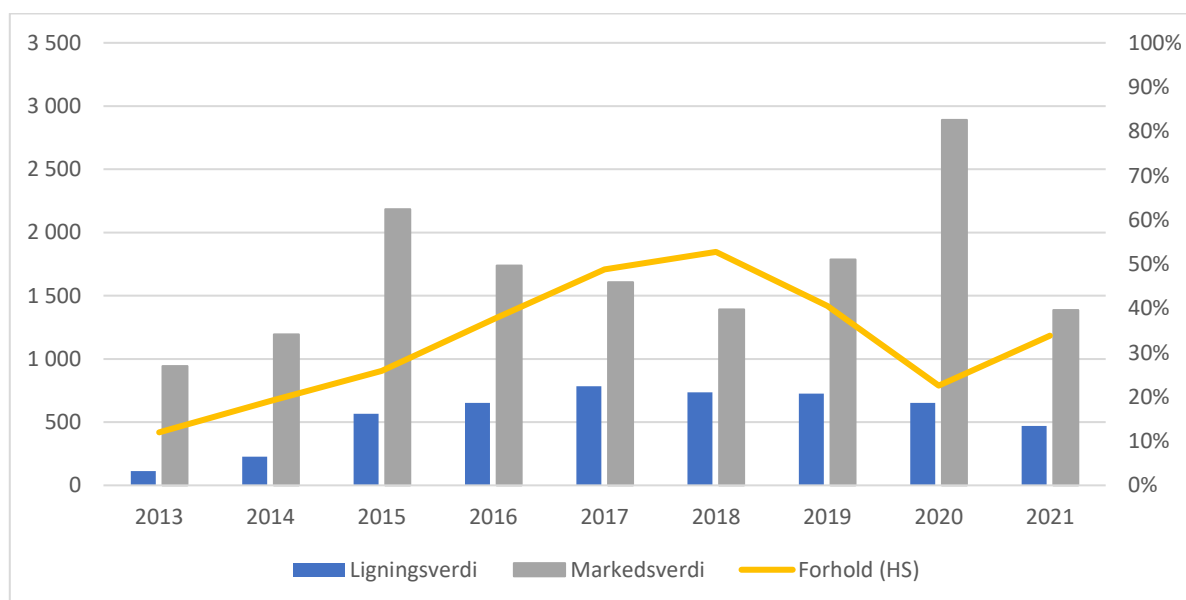
År	Observasjoner	Uvektet gj.snitt	St.avvik	Min	.10	.25	Median	.75	.95	Max
2013	20	1.17	1.93	0.00	0.02	0.23	0.47	1.18	5.99	8.39
2014	24	0.71	0.84	0.00	0.00	0.21	0.40	1.10	1.71	3.84
2015	21	0.49	0.63	0.00	0.00	0.12	0.32	0.49	1.64	2.46
2016	24	0.57	0.76	0.00	0.00	0.12	0.30	0.72	1.47	3.43
2017	28	0.79	1.60	0.00	0.00	0.03	0.39	0.96	1.44	8.60
2018	41	0.53	1.11	0.00	0.00	0.02	0.22	0.66	1.38	6.81
2019	37	0.63	0.99	0.00	0.00	0.04	0.28	0.63	2.04	5.33
2020	77	0.55	1.43	0.00	0.00	0.04	0.17	0.46	2.27	11.57
2021	124	0.47	0.96	0.00	0.00	0.07	0.22	0.61	1.47	9.85
Totalt	396	0.59	1.17	0.00	0.00	0.07	0.24	0.67	1.81	11.57

Den neste tabellen viser en oversikt over summen av ligningsverdi og markedsverdi årlig, i tillegg til det vektete snittet av ligningsverdi over markedsverdi. De to kolonnene til høyre viser andelen selskaper hvor forholdet mellom ligningsverdi og markedsverdi er null og større enn én. Et forhold på null betyr at ligningsverdi er lik 0. Et forhold større enn én betyr at ligningsverdi er høyere enn markedsverdi. Tabellen viser at det vektete gjennomsnittet for perioden er 32% av markedsverdi. Som nevnt over fant Gobel og Hestdal (2015) til sammenligning at snittet for perioden 2007-2013 for selskaper på Euronext NOTC var 30% av markedsverdi. Det vektete gjennomsnittet varierer riktignok betydelig i løpet av perioden, fra et bunnpunkt på 12% av markedsverdi i 2013 til et toppunkt på 53% av markedsverdi i 2018. Andelen selskaper med en ligningsverdi på null øker gradvis utover i perioden, og utgjør i gjennomsnitt 18% av populasjonen. Andelen selskaper med en ligningsverdi over markedsverdi er 15%, og blir noe lavere med de siste årene.

Tabell 9: Vektet gjennomsnitt - ligningsverdi over markedsverdi

År	Observasjoner	Sum ligningsverdi mNOK	Sum markedsverdi mNOK	Vektet gj.snitt	Andel selskaper med forholdstall lik null	Andel selskaper med forholdstall > 1
2013	20	2 257	18 843	0.12	0.10	0.25
2014	24	5 464	28 649	0.19	0.17	0.25
2015	21	11 868	45 841	0.26	0.14	0.14
2016	24	15 637	41 704	0.37	0.17	0.17
2017	28	21 944	44 967	0.49	0.18	0.21
2018	41	30 114	57 087	0.53	0.20	0.17
2019	37	26 829	66 132	0.41	0.19	0.24
2020	77	50 142	222 525	0.23	0.22	0.12
2021	124	58 223	172 006	0.34	0.19	0.10
Totalt	396	222 476	697 754	0.32	0.18	0.15

Grafen under illustrerer utviklingen i gjennomsnittlig ligningsverdi og markedsverdi, i tillegg til forholdet mellom de to størrelsene i perioden 2013-2021. Markedsverdi er tydelig høyere enn ligningsverdi for hele perioden. Forholdstallet mellom ligningsverdi og markedsverdi øker i perioden 2013-2018, men faller deretter betydelig de to neste årene, før det øker litt igjen i 2021. Utviklingen kan skyldes forhold som endring i verdsettelsesregler og økonomiske sykluser.



Figur 2: Gjennomsnittlig ligningsverdi og markedsverdi (2013 - 2021)

4.2 Sveitsisk modell sammenlignet med ligningsverdi og markedsverdi

Flere, som Andresen og Bø (2022) i SSB og ulike masteroppgaver på NHH, har vist at formuesverdien til ikke-børsnoterte selskaper i snitt er betydelig lavere enn markedsverdien. Som vist over, finner vår analyse det samme basert på nye beregninger på et oppdatert datagrunnlag. Utgangspunktet for å teste en sveitsisk modell for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper er å undersøke om modellen kan brukes til å fastsette formuesverdier som er nærmere markedsverdier enn det ligningsverdier er i dag. Videre vil det kort redegjøres for begrunnelsen for modellen. Deretter sammenlignes verdiene estimert basert på modellen med ligningsverdier og markedsverdier.

Den viktigste komponenten i den sveitsiske modellen er kapitalisering av årsresultat. Beregningen av kapitalisert årsresultat følger prinsippene i Gordons vekstformel; en formel som er godt etablert i finansfaget. For å finne egenkapitalverdien vektet den kapitaliserte inntektsverdien med to tredjedeler og substansverdien med en tredjedel. Å inkludere substansverdien i beregningen av verdien kan bidra til mindre variasjon i estimert verdi da substansverdien antas å være mer stabil fra år til år sammenlignet med årsresultat.

En klar fordel med den sveitsiske modellen er at den er enkel og transparent. Det gjør at selskapsverdsettelse basert på en slik modell vil være forståelige for skattebetalerne. Videre vil beregningene i en slik enkel modell antagelig kunne automatiseres, noe som bidrar til lavere administrasjonskostnader. Dette er i tråd med Mirrlees (2011) sine prinsipper for gode skattesystemer presentert i teoridelen. Samtidig må modellen være velbegrunnet fra et faglig perspektiv og i tillegg gi rettferdige resultater, hvis det skal være fornuftig å innføre den.

I de neste delkapitlene sammenlignes de estimerte resultatene fra de to sveitsiske modellene med markedsverdier og ligningsverdier. Først sammenlignes verdiene estimert med modell 1 og modell 2 mot markedsverdi, deretter sammenlignes de med ligningsverdier. Deretter vurderes ulike utfordringer med modellen.

4.2.1 Modell 1 sammenlignet med markedsverdi

Tabellen under viser en oversikt over det uvektede gjennomsnittet av modell 1 mot markedsverdi. Det uvektede gjennomsnittet for hele perioden 2013 - 2021 er 60%. Medianen er 15 % av markedsverdi. Medianen er høyest i 2013 med 59% av markedsverdi, og lavest i 2020 med 8% av markedsverdi. Det høyeste forholdet mellom estimert verdi fra modell 1 og markedsverdi finner man i 2020, hvor den sveitsiske modellen har estimert en verdi som er 13.56 ganger høyere enn markedsverdi for ett selskap.

Tabell 10: Uvektet gjennomsnitt: Sveitsisk modell 1 over markedsverdi

År	Observasjoner	Uvektet gj.snitt	St.avvik	Min	.10	.25	Median	.75	.95	Max
2013	20	0.86	1.11	0.00	0.02	0.14	0.59	0.98	3.56	4.32
2014	24	0.67	0.99	0.00	0.00	0.09	0.29	0.68	3.49	3.58
2015	21	0.78	1.60	0.00	0.00	0.05	0.18	0.47	4.22	6.40
2016	24	0.84	2.21	0.00	0.00	0.06	0.27	0.58	2.24	10.93
2017	28	0.60	0.86	0.00	0.00	0.03	0.30	0.66	2.87	3.62
2018	41	0.57	0.78	0.00	0.00	0.03	0.22	0.76	2.18	2.87
2019	37	0.56	0.92	0.00	0.00	0.03	0.20	0.68	1.96	4.94
2020	77	0.71	2.09	0.00	0.00	0.03	0.08	0.37	2.89	13.56
2021	124	0.41	0.96	0.00	0.00	0.03	0.11	0.36	1.94	8.72
Totalt	396	0.60	1.37	0.00	0.00	0.04	0.15	0.58	2.52	13.56

Tabellen under viser total estimert verdi fra den første sveitsiske modellen og total markedsverdi fordelt på årene i perioden 2013 - 2021. Videre vises det vektete gjennomsnittet av verdi fra modell 1 over markedsverdi, i tillegg til andelen selskaper hvor forholdet enten er lik null eller større enn én. Det vektete gjennomsnittet av modell 1 over markedsverdi er 33%. 15% av observasjonene har en estimert verdi fra modell 1 lik null. 15% av verdiene estimert ved den første sveitsiske modellen er større enn markedsverdien.

Tabell 11: Vektet gjennomsnitt - Sveitsisk modell 1 over markedsverdi

År	Observasjoner	Sum modell 1 mNOK	Sum markedsverdi mNOK	Vektet gj.snitt	Andel selskaper med forholdstall lik null	Andel selskaper med forholdstall > 1
2013	20	2 657	18 843	0.14	0.10	0.25
2014	24	6 417	28 649	0.22	0.17	0.21
2015	21	14 944	45 841	0.33	0.14	0.14
2016	24	18 480	41 704	0.44	0.17	0.17
2017	28	24 321	44 967	0.54	0.14	0.18
2018	41	33 093	57 087	0.58	0.15	0.22
2019	37	27 005	66 132	0.41	0.14	0.19
2020	77	51 917	222 525	0.23	0.16	0.14
2021	124	53 198	172 006	0.31	0.16	0.10
Totalt	396	232 031	697 754	0.33	0.15	0.15

4.2.2 Modell 2 sammenlignet med markedsverdi

Tabellen under viser det uvektede gjennomsnittet av estimert verdi basert på modell 2 over markedsverdi. Det uvektede gjennomsnittet for perioden er 52% av markedsverdi, og medianen er 14%.

Tabell 12: Uvektet gjennomsnitt - Sveitsisk modell 2 over markedsverdi

År	Observasjoner	Uvektet gj.snitt	St.avvik	Min	.10	.25	Median	.75	.95	Max
2013	20	0.61	0.70	0.00	0.02	0.15	0.45	0.76	2.37	2.80
2014	24	0.61	0.84	0.00	0.00	0.11	0.31	0.89	2.45	3.47
2015	21	0.72	1.37	0.00	0.00	0.05	0.16	0.66	4.07	5.20
2016	24	0.76	1.68	0.00	0.00	0.07	0.27	0.58	3.22	7.90
2017	28	0.59	0.88	0.00	0.00	0.08	0.29	0.66	2.87	3.73
2018	41	0.40	0.58	0.00	0.00	0.03	0.10	0.58	1.38	2.27
2019	37	0.49	0.61	0.00	0.00	0.03	0.19	0.68	1.84	1.93
2020	77	0.63	1.40	0.00	0.00	0.04	0.08	0.37	5.19	7.33
2021	124	0.37	0.86	0.00	0.00	0.03	0.11	0.34	1.18	8.12
Totalt	396	0.52	1.03	0.00	0.00	0.04	0.14	0.55	2.27	8.12

Det er også interessant å merke seg at det gjennomsnittlige standardavviket beregnet med modell 2 er 1.03, sammenlignet med 1.37 for modell 1. Det kan dermed virke som at variansen reduseres når man bruker gjennomsnittet for tre år i modell 2 sammenlignet med modell 1 der man bruker ordinært resultat for de siste to årene, og dobbeltveker det nyeste året. Modell 1 har likevel en fordel med at den vektlegger den mest oppdaterte resultatinformasjonen sterkest.

Tabellen under viser samme oversikt som beskrevet over for den første sveitsiske modellen. Det vektete gjennomsnittet av modell 2 over markedsverdi er 31%. 14% av observasjonene estimert basert på modell 2 blir lik null. Videre er 14% av verdiene estimert basert på den andre sveitsiske modellen større enn markedsverdiene for selskapet.

Tabell 13: Vektet gjennomsnitt - Sveitsisk modell 2 over markedsverdi

År	Observasjoner	Sum modell 2 mNOK	Sum markedsverdi mNOK	Vektet gj.snitt	Andel selskaper med forholdstall lik null	Andel selskaper med forholdstall > 1
2013	20	2 016	18 843	0.11	0.10	0.15
2014	24	5 360	28 649	0.19	0.17	0.21
2015	21	14 307	45 841	0.31	0.14	0.14
2016	24	18 151	41 704	0.44	0.17	0.13
2017	28	23 987	44 967	0.53	0.11	0.14
2018	41	31 584	57 087	0.55	0.15	0.15
2019	37	26 886	66 132	0.41	0.14	0.22
2020	77	45 611	222 525	0.20	0.14	0.14
2021	124	47 185	172 006	0.27	0.15	0.10
Totalt	396	215 085	697 754	0.31	0.14	0.14

4.2.3 Sveitsisk modell sammenlignet med markedsverdi og ligningsverdi

I dette delkapitlet sammenlignes resultatene fra den sveitsiske modellen med ligningsverdi og markedsverdi. Tabellen under viser at modell 1 estimerer litt høyere verdi enn modell 2 i alle årene. Total estimert verdi basert på modell 1 er kun marginalt høyere enn ligningsverdi, mens total estimert verdi basert på modell 2 er marginalt lavere.

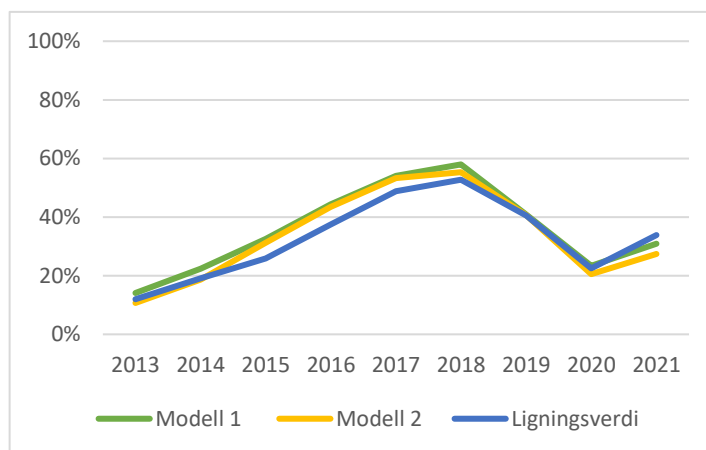
Tabell 14: Sum verdier fra de sveitsiske modellene, ligningsverdi og markedsverdi

	Modell 1	Modell 2	Ligningsverdi	Markedsverdi
2013	2 657	2 016	2 257	18 843
2014	6 417	5 360	5 464	28 649
2015	14 944	14 307	11 868	45 841
2016	18 480	18 151	15 637	41 704
2017	24 321	23 987	21 944	44 967
2018	33 093	31 584	30 114	57 087
2019	27 005	26 886	26 829	66 132
2020	51 917	45 611	50 142	222 525
2021	53 198	47 185	58 223	172 006
Totalt	232 031	215 085	222 476	697 754

Tabellen og grafen under viser utviklingen i forholdet mellom modell 1, modell 2 og ligningsverdi, som andel av markedsverdi. Av grafen ser man at tydelig det skiller lite mellom ligningsverdi, modell 1 og modell 2, og at disse verdiene i gjennomsnitt kun utgjør omtrent en tredjedel av markedsverdi. En viss sammenheng mellom estimerte verdier og ligningsverdi er forventet i og med at ligningsverdi utgjør en viktig komponent i modellene.

Tabell 15: De sveitsiske modellene og ligningsverdi som andel av markedsverdi

	Modell 1	Modell 2	Ligningsverdi
2013	14%	11%	12%
2014	22%	19%	19%
2015	33%	31%	26%
2016	44%	44%	37%
2017	54%	53%	49%
2018	58%	55%	53%
2019	41%	41%	41%
2020	23%	20%	23%
2021	31%	27%	34%
Totalt	33%	31%	32%



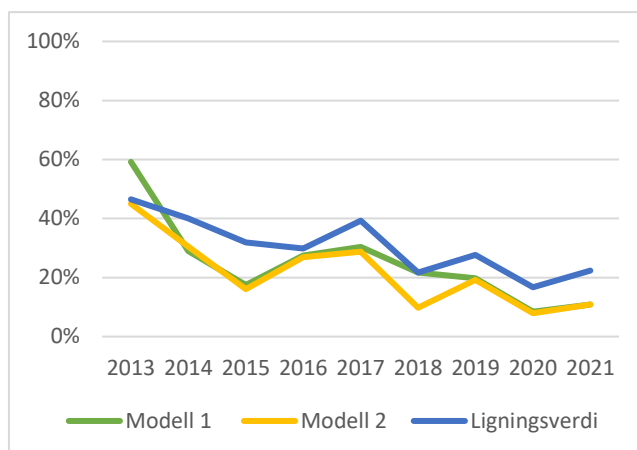
Figur 3: Verdi som andel av markedsverdi

Det vektete gjennomsnittet kan være sensitivt for ekstreme verdier som har stor påvirkning på resultatene. Dersom ett selskap eksempelvis utgjør 15% av total markedsverdi vil verdsettelsen av det ene selskapet ha veldig stor påvirkning på resultatet. Derfor kan det være hensiktsmessig å vurdere andre måltall i tillegg til gjennomsnitt når resultatene skal analyseres.

Under er en tabell som viser medianen for henholdsvis estimert verdi basert på modell 1, modell 2 og ligningsverdi som andel av medianen til markedsverdi. Tabellen viser at medianen for ligningsverdi er høyere enn verdi fra sveitsisk modell 1 og modell 2. Medianen for ligningsverdi er 24% av markedsverdi, mens den er 15% og 14% for modell 1 og modell 2.

Tabell 16: Median som andel av markedsverdi

	Modell 1	Modell 2	Ligningsverdi
2013	59%	45%	47%
2014	29%	31%	40%
2015	18%	16%	32%
2016	27%	27%	30%
2017	30%	29%	39%
2018	22%	10%	22%
2019	20%	19%	28%
2020	8%	8%	17%
2021	11%	11%	22%
Totalt	15%	14%	24%



Figur 4: Median som andel av markedsverdi

4.2.4 Hva kjennetegner selskaper der den sveitsiske modellen treffer godt/dårlig?

I det foregående er det vist at den sveitsiske modellen estimerer selskapsverdier som i liten grad reflekterer markedsverdier. For å få en bedre forståelse av den sveitsiske metoden, vil vi i det neste delkapittelet undersøke om metoden treffer spesielt godt eller spesielt dårlig på noen typer selskaper, basert på faktorer som næringsklassifisering, markeds plass og lønnsomhet.

Næringsklassifisering:

I dette underkapitlet undersøkes det hvordan næringsklassifisering påvirker resultatene. For selskapene som er klassifisert som holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper vil estimert verdi bli lik ligningsverdi/substansverdi. For resterende selskaper vil estimert verdi bli lik et vektet gjennomsnitt av substansverdi og kapitalisert verdi.

Tabellen under viser markedsverdi, ligningsverdi og estimert verdi basert på modell 1 og modell 2 for alle selskapene i utvalget som ikke er klassifisert som holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper. Av tabellen ser man at gjennomsnittlig verdi som andel av markedsverdi er 24% for modell 1, 20% for modell 2 og 22% for ligningsverdi. Medianen som andel av medianen til markedsverdi er 14%, 14% og 26% for henholdsvis modell 1, modell 2 og ligningsverdi. Det er interessant å merke seg at dette er betydelig lavere enn for utvalget totalt sett beskrevet i delkapittelet over.

Tabell 17: Estimert verdi for selskaper som ikke er klassifisert som holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper (mNOK)

	Markedsverdi	Modell 1	Model 2	Ligningsverdi
Observasjoner	313	313	313	313
Gj.snitt verdi	1 284	309	255	278
Gj.snitt verdi som andel av MV	-	0.24	0.20	0.22
St.avvik	3 402	869	685	595
Min	0	0	0	0
.10	24	0	0	0
.25	93	5	5	5
Median	339	47	46	89
Medianverdi som andel av MV	-	0.14	0.14	0.26
.75	1 159	180	169	263
.95	5 035	1 612	1 249	1 288
Max	42 779	7 670	5 181	6 757

Den neste tabellen viser markedsverdi og ligningsverdi for alle selskapene i utvalget som er klassifisert som holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper. Det er kun to kolonner i tabellen, fordi ligningsverdi tilsvare estimert verdi basert på de sveitsiske modellene. Ligningsverdi utgjør i gjennomsnitt 46% av markedsverdi for disse observasjonene. Medianen til ligningsverdi er 28% av markedsverdi.

Tabell 18: Estimert verdi for holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper (mNOK)

	Markedsverdi	Ligningsverdi
Observasjoner	83	83
Gj.snitt verdi	3 564	1 630
Gj.snitt verdi som andel av MV	-	0.46
St.avvik	5 408	3 362
Min	10	0
.10	47	0
.25	228	10
Median	987	277
Medianverdi som andel av MV	-	0.28
.75	4 313	943
.95	15 802	9 060
Max	20 923	15 785

Av de to tabellene presentert er det tydelig at gjennomsnittlig markedsverdi og ligningsverdi for selskapene klassifisert som holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper er flere ganger større enn for resten av utvalget målt i kroner. Videre er den gjennomsnittlige verdsettelsesrabatten 55% for disse selskapene, mot omtrent 75-80% for resten av utvalget. Medianen av ligningsverdi som andel av markedsverdi er tilnærmet lik for hele utvalget uavhengig av næringsklassifisering. Det kan tyde på at det først og fremst er noen observasjoner med høye ligningsverdi som bidrar til den relativt «lave» gjennomsnittlige verdsettelsesrabatten på omtrent 55% for holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper.

Markeds plass

Videre undersøkes det om markedsplassen selskapene er notert på kan bidra til å forklare treffsikkerheten til den sveitsiske modellen. Resultatene fra en slik analyse kan bidra til å bygge forståelse rundt kjennetegn ved selskaper som modellen treffer bra eller dårlig på. Som presentert i tabell nummer 7 i datakapittelet er det forskjeller mellom selskapene notert på Euronext Growth og Euronext NOTC når det kommer til faktorer som markedsverdi, lønnsomhet og bransjetilhørighet.

Tabellen under viser markedsverdi, ligningsverdi og estimert verdi basert på de sveitsiske modellene for selskapene på Euronext Growth og Euronext NOTC. For selskapene på Euronext NOTC utgjør ligningsverdi i gjennomsnitt 44% av markedsverdi. Estimert verdi basert på modell 1 er i snitt 50% av markedsverdi, og estimert verdi basert på modell 2 er 48% av markedsverdi. For selskapene på Euronext Growth er de samme tallene 20%, 17% og 14% for henholdsvis ligningsverdi, modell 1 og modell 2. Forskjellene mellom selskapene på Euronext Growth og Euronext NOTC er betydelige. Det kan virke som at det er noen kjennetegn ved selskapene notert på Euronext Growth som gjør at ligningsverdi og estimert verdi avviker fra markedsverdi i større grad enn for selskapene på Euronext NOTC. Med henvisning til tabell 7 presentert tidligere er det nærliggende å tro at det kan ha sammenheng med faktorer som lønnsomhet og markedsprising. Euronext Growth består i større grad av vekstselskaper priset på forventet fremtidig inntjening. Samtidig kan det være at forskjellen i hvor godt modellene treffer er knyttet til økonomiske sykluser, og det faktum at utvalget for selskapene på Euronext Growth primært er fra 2020 og 2021, mens selskapene på Euronext NOTC er fra hele perioden 2013 - 2021.

Som diskutert tidligere kan gjennomsnittet være sensitivt for ekstreme verdier, og det kan derfor være nyttig å vurdere medianen. For selskapene på Euronext NOTC er medianen som andel av markedsverdi 34% for ligningsverdi, 25% for modell 1 og 25% for modell 2. For selskapene på Euronext Growth er medianen som andel av markedsverdi 19%, 10% og 10% for henholdsvis ligningsverdi, modell 1 og modell 2. Medianen av estimert verdi som andel av markedsverdi er omtrent halvparten sammenlignet med gjennomsnittet for selskapene på Euronext NOTC.

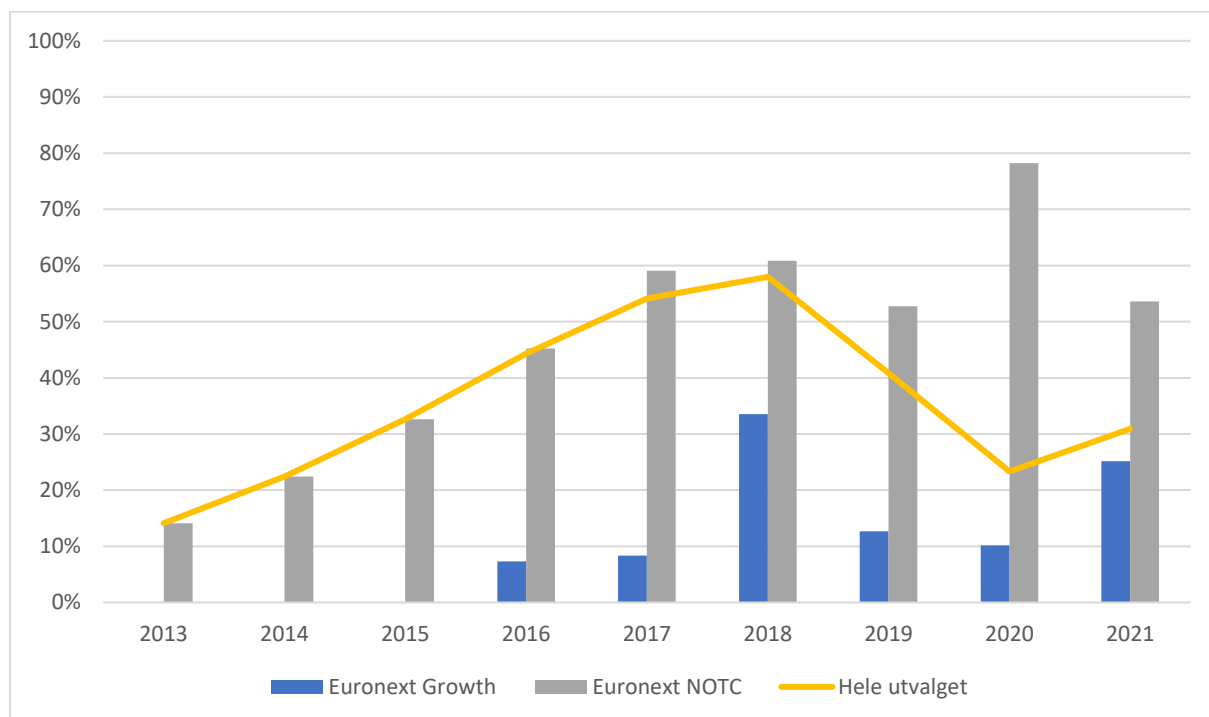
Tabell 19: Utvalgt statistikk for selskaper på Euronext NOTC

	Markedsverdi	Modell 1	Model 2	Ligningsverdi
Observasjoner	172	172	172	172
Gj.snitt verdi	1 563	779	750	686
Gj.snitt verdi som andel av MV		0.50	0.48	0.44
St.avvik	3 682	2 255	2 243	2 172
Min	0	0	0	0
.10	12	0	0	0
.25	61	3	3	3
Median	194	49	48	65
Medianverdi som andel av MV		0.25	0.25	0.34
.75	859	283	256	278
.95	9 346	4 998	5 049	4 998
Max	20 923	15 785	15 785	15 785

Tabell 20: Utvalgt statistikk for selskaper på Euronext Growth

	Markedsverdi	Modell 1	Model 2	Ligningsverdi
Observasjoner	224	224	224	224
Gj.snitt verdi	2 021	335	273	401
Gj.snitt verdi som andel av MV		0.17	0.14	0.20
St.avvik	4 397	850	559	753
Min	34	0	0	0
.10	107	0	0	0
.25	241	14	14	15
Median	729	75	71	142
Medianverdi som andel av MV		0.10	0.10	0.19
.75	2 005	276	251	408
.95	8 313	1 466	1 305	1 911
Max	42 779	7 670	3 794	6 757

Figuren under viser estimert verdi basert på modell 1 som andel av markedsverdi for perioden 2013 - 2021, fordelt på markeds plass og for hele utvalget. For 2013 - 2015 har vi kun observasjoner fra Euronext NOTC. Fra og med 2016 består utvalget også av selskaper notert på Euronext Growth. Av grafen er det tydelig at selskapene på Euronext Growth har en betydelig lavere verdsettelse sammenlignet med selskapene notert på Euronext NOTC.



Figur 5: Estimert verdi basert på modell 1 som andel av markedsverdi for selskaper på Euronext Growth, Euronext NOTC og hele utvalget for perioden 2013 – 2021

Undervurderer modellen selskaper med negativt resultat?

En mulig utfordring med den sveitsiske modellen er at den kan estimere for lav verdi på selskaper med negativt resultat. Som diskutert i teorien kan det være utfordrende å verdsette selskaper med negativ inntjening. Kapitalisering av resultat utgjør to tredjedeler av den beregnede verdien med den sveitsiske modellen. Dersom gjennomsnittresultatet over perioden som skal legges til grunn er negativt, brukes null som en nedre grense for det kapitaliserte resultatet. I slike tilfeller vil null vektes med to tredjedeler, og substansverdien vektes med en tredjedel. Den estimerte verdien vil i slike tilfeller altså tilsvare en tredjedel av substansverdien. Det er interessant å gå nærmere inn på hvordan dette påvirker resultatene.

For å illustrere den tenkte problemstillingen, brukes Tesla som eksempel. Den amerikanske elbilprodusenten hadde negativt årsresultat hvert år fra 2009 til 2019. Dermed ville selskapet etter den sveitsiske modellen blitt verdsatt til en tredjedel av substansverdien. En tredjedel av bokført egenkapital, som kan brukes som en grov tilnærming til en tredjedel av substansverdien, tilsvarte i 2019 omtrent 2.7 milliarder dollar (Yahoo Finance, 2022a). På samme tid var markedsverdien omtrent 75 milliarder dollar (Yahoo Finance, 2022b). Når hensikten med metoden er å estimere markedsverdier for å kunne bruke disse som utgangspunkt til formuesbeskatning, vil slike tilfeller eventuelt være en klar svakhet.

Tabellen under viser antall selskaper i utvalget med positivt og negativt resultat, fordelt på næringskategori. Selskapene klassifisert som finansielle selskaper blir som diskutert tidligere *kun* verdsatt til substansverdi. Derfor er det først og fremst interessant å undersøke hvordan lønnsomheten påvirker de 313 selskapene som verdsettes på bakgrunn av det kapitalisert resultatet. Av disse selskapene har 98 selskaper positivt resultat, og 215 selskaper negativt resultat.

Tabell 21: Antall lønnsomme observasjoner fordelt på næringskategori

Næringskategori	Positivt resultat	Negativt resultat	Totalt
Ikke-finansielle selskaper	98	215	313
Finansielle selskaper	58	25	83
Totalt	156	240	396

Den neste tabellen viser det årlige antall lønnsomme og ikke-lønnsomme selskaper for utvalget beskrevet over. Det er tydelig at det blir flere selskaper i utvalget på slutten av perioden. Andelen ikke-lønnsomme selskaper øker ganske kraftig fra og med 2018, noe som kan sees i sammenheng med et økende antall noteringer av ikke-lønnsomme selskaper på Euronext Growth.

Tabell 22: Oversikt over antall lønnsomme og ikke-lønnsomme observasjoner fordelt etter år

	Antall lønnsomme	Antall ikke-lønnsomme	Totalt antall	Andel ikke lønnsomme
2013	7	9	16	56%
2014	7	11	18	61%
2015	8	6	14	43%
2016	5	12	17	71%
2017	11	9	20	45%
2018	11	23	34	68%
2019	7	23	30	77%
2020	21	46	67	69%
2021	21	76	97	78%
Totalt	98	215	313	69%

For å undersøke sammenhengen mellom lønnsomhet og hvor godt modellen treffer, er det gjennomført en enkel analyse. Tabellene under viser markedsverdi, ligningsverdi og estimert verdi etter modell 1 og modell 2 for selskapene med positivt og negativt resultat. I tillegg vises gjennomsnitt og median som andel av markedsverdi.

Som man ser av tabellen under, er gjennomsnittlig estimert verdi basert på modell 1 og modell 2 tydelig nærmere markedsverdi for selskapene med positivt resultat, sammenlignet med hele populasjonen av ikke-børsnoterte selskaper på Euronext Growth og Euronext NOTC. Eksempelvis er gjennomsnittlig estimert verdi for hele utvalget av observasjoner med positivt resultat 58% av markedsverdi basert på modell 1, mot 33% for hele populasjonen. For modell 2 er tilsvarende tall 44% mot 32%. Medianen som andel av markedsverdi er enda høyere, med 88% og 77% for henholdsvis modell 1 og modell 2. En medianverdi såpass tett opptil markedsverdi innebærer også en risiko for at flere av selskapene kan ha en estimert verdi som er høyere enn markedsverdi. Ligningsverdi er betydelig lavere, gjennomsnittlig verdi er 23% av markedsverdi og medianen er 61% av markedsverdi.

Tabell 23: Utvalgt statistikk for lønnsomme selskaper

	Markedsverdi	Modell 1	Model 2	Ligningsverdi
Observasjoner	98	98	98	98
Gj.snitt verdi	1 305	757	572	300
Gj.snitt verdi som andel av MV		0.58	0.44	0.23
St.avvik	2 674	1 382	1 065	483
Min	1	0	0	0
.10	33	16	11	0
.25	96	66	47	28
Median	217	192	167	134
Medianverdi som andel av MV		0.88	0.77	0.61
.75	1 493	616	562	267
.95	6 226	4 410	3 794	1 560
Max	21 494	7 670	5 181	2 522

I og med at ligningsverdi inngår som en del av den sveitsiske modellen, så setter det en grense for hvor nærme markedsverdier man kan komme når denne modellen brukes gitt at ligningsverdier i snitt utgjør omtrent en tredjedel av markedsverdi. For å rendyrke estimatene ved bruk av kapitalisering, sammenligner vi i tabellen under kapitalisert verdi vektet 100% mot markedsverdi og ligningsverdi for de lønnsomme selskapene som faktisk kapitaliseres. For disse selskapene vil kapitalisert verdi med modell 1 være 75% av markedsverdi, og 54% for modell 2. Merk likevel at det kun er kun omtrent 25% av selskapene som er inkludert i denne analysen, da fåtallet av observasjonene i utvalget er både lønnsomme og ikke definert som holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper. Det er tidligere vist at andelen lønnsomme selskaper er høyere i totalpopulasjonen av ikke-børsnoterte selskaper enn i vårt utvalg, og en mer rendyrket kapitaliseringsmodell kunne dermed vært interessant å undersøke nærmere.

Tabell 24: Kapitalisert verdi av lønnsomme selskaper

	Markedsverdi	Modell 1	Model 2	Ligningsverdi
Observasjoner	98	98	98	98
Gj.snitt verdi	1 305	985	708	300
Gj.snitt verdi som andel av MV		0.75	0.54	0.23
St.avvik	2 674	1 908	1 422	483
Min	1	0	0	0
.10	33	0	0	0
.25	96	45	6	28
Median	217	195	146	134
Medianverdi som andel av MV		0.90	0.67	0.61
.75	1 493	777	518	267
.95	6 226	6 081	4 821	1 560
Max	21 494	10 636	6 872	2 522

Tabellen under viser utvalgt statistikk for ikke-lønnsomme selskaper. Av tabellen ser man at gjennomsnittlig estimert verdi basert på modell 1 og modell 2 kun utgjør rundt 10% av markedsverdi for disse selskapene. Det betyr at den sveitsiske modellen kraftig undervurderer selskaper som ikke er lønnsomme. Ligningsverdi blir ikke like påvirket av lønnsomheten til selskapene. Gjennomsnittlig ligningsverdi er 21% av markedsverdi for de ikke lønnsomme selskapene, mot 23% for de lønnsomme. Forholdet endrer seg derimot endel om man ser på medianen. Den var 0.61 for lønnsomme selskaper, men er kun 0.17 for de ikke-lønnsomme selskapene.

Tabell 25: Utvalgt statistikk for ikke-lønnsomme selskaper

	Markedsverdi	Modell 1	Model 2	Ligningsverdi
Observasjoner	215	215	215	215
Gj.snitt verdi	1 275	105	110	269
Gj.snitt verdi som andel av MV		0.08	0.09	0.21
St.avvik	3 692	320	321	640
Min	0	0	0	0
.10	21	0	0	0
.25	89	1	1	2
Median	359	24	28	62
Medianverdi som andel av MV		0.07	0.08	0.17
.75	961	89	92	250
.95	5 035	428	429	1 283
Max	42 779	7 670	3 794	6 757

En eventuell systematisk undervurdering av selskaper med negativt resultat vil være i strid med det oppgaven ønsker å oppnå. Utgangspunktet for oppgaven er å forsøke og utvikle en metode som predikerer markedsverdier til ikke-børsnoterte selskaper. Dersom den sveitsiske modellen systematisk undervurderer selskaper med negativt resultat, er det en svakhet.

På den andre siden kan det muligens argumenteres for at det med hensyn til praktisk politikk kan være fordeler forbundet med lav verdsettelse av selskaper med negativt resultat. Et av hovedargumentene som brukes mot formuesskatten er at skatten kan være problematisk for eiere av selskaper med svak likviditet. Videre kan det hevdes at eiere av slike selskaper vil skattegges når selskapet eventuelt genererer positive resultater i fremtiden, og at det dermed er mindre problematisk at selskapene i en periode får lav verdsettelse.

Problemstillingen knyttet til likviditetsutfordringer med formuesskatt er dog sterkt utfordret av blant annet Sakkestad og Skarsgaard (2013) basert på tall for 70 000 bedrifter og Edson (2012). Finnevolden og Guldbrandsen (2015) analyserte tilsvarende problemstilling for Dagens Næringslivs «gasellebedrifter» og fant at 90 prosent av eierne betalte mindre enn 25 000 kr i formuesskatt for sine eierandeler. Selv om det faglige belegget for å hevde at formuesskatten fører til betydelige negative likviditetseffekter fremstår udokumentert, er det et mye brukt argument i den norske debatten. Fra et politisk ståsted kan en lav verdsettelse av selskaper med negative resultater dermed muligens være en fordel. Dette er likevel et politisk spørsmål som går utenfor det denne oppgaven har til hensikt å vurdere. Utfordringen med å verdsette selskaper med negativt resultat fremheves som en faglig svakhet med den sveitsiske modellen.

4.3 Diskonteringsrentens betydning for modellen

En sentral innvending mot den sveitsiske modellen er at den bruker samme kapitaliseringsrente for alle selskaper. Fra et teoretisk perspektiv skal kapitaliseringsrenten reflektere investors avkastningskrav. Det er vanskelig å argumentere for at risikoen til investert egenkapital vil være den samme for alle selskaper, uavhengig av forhold som inntjeningsstabilitet, finansieringsstruktur og egenskaper ved markedet selskapet opererer i. I CAPM-modellen reflekteres systematisk risiko ved bruk av beta. Goedhart og Muller (2021, s. 337) har vist at den systematiske risikoen målt ved beta varierer betydelig mellom bransjer. Konsekvensen av å bruke en uniform diskonteringsrente for alle selskaper kan være at selskaper med lav risiko blir skattemessig undervurdert fordi man bruker en for høy diskonteringsrente for disse

selskapene, mens selskaper med høy risiko blir tilsvarende overvurdert fordi man bruker en for lav diskonteringsrente. En slik favorisering kan eventuelt gi uheldige vridningseffekter.

På den andre siden har det også klare fordeler å bruke den samme diskonteringsrenten for alle selskaper. En slik løsning er åpenbart lettere å administrere og mindre kostbar sammenlignet med et mer komplisert system som for eksempel differensierer med utgangspunkt i næringsklassifisering. Et komplekst system med ulike diskonteringsrenter avhengig av egenskaper ved selskapet, kan muligens gi uheldige og uforutsette tilpasninger. Én felles rente vil gi et enklere system, og blir dermed mer transparent enn et system med flere mulige utfall. Begge disse argumentene er i tråd med Mirrlees (2011, s. 35) sine prinsipper for gode skattesystem. Det tredje av de fire prinsippene oppstilt av Mirrlees (2011) er vilkåret om rettferdighet. Det er ikke åpenbart om hensynet til rettferdighet trekker i retning av én eller flere renter. På den ene siden handler rettferdighetsvilkåret om at skattebetalerne skal kunne ha legitime forventninger til skattekravet som vil oppstå. Én rente vil kunne gi større grad av forutsigbarhet, og således bidra til bedre forventningsstyring. På den andre siden kan det argumenteres for at å bruke én rente for alle selskaper vil føre til favorisering av selskaper med lav risiko, og dermed bryte med prinsippet om horisontal likhet. Hvis alle selskaper behandles likt, når realiteten er at selskapene er ulike, blir ikke nødvendigvis utfallet rettferdig.

4.3.1 Betydning av endringer i diskonteringsrente

Hvordan diskonteringsrenten bestemmes fremstår viktig for resultatene man kommer frem til med den sveitsiske modellen. For å analysere diskonteringsrentens betydning for estimerte verdier, er det gjennomført en analyse som tar utgangspunkt i tre prosentpoeng endring i diskonteringsrenten. En endring på tre prosentpoeng er betydelig, og størrelsen på endringen er valgt for å illustrere effekten av endringer i renten. De øvrige analysene i oppgaven er basert på den *gamle* sveitsiske metoden for beregning av diskonteringsrenten. I tabellen under vil også estimert verdi basert på den *nye* metoden for beregning av diskonteringsrenten inkluderes for å se hvilken effekt dette har på resultatene.

Ettersom man tidligere har sett at resultatene fra modell 1 og 2 er relativt like, og siden modell 1 treffer litt nærmere markedsverdier, er analysen kun gjennomført med utgangspunkt i modell 1. Resultatene er oppsummert i tabellene under.

Den første tabellen viser diskonteringsrentene som er benyttet for å estimere verdien av selskapene. Den gamle metoden for beregning av diskonteringsrente er blitt brukt til

beregningene av estimert verdi basert på de sveitsiske modellene. Forskjellen i diskonteringsrenten mellom gammel og ny metode varier for ulike år. Forskjellen er størst i 2013 da differensen er 1%, og minst i 2018 – 2021 da rentene er identiske. Gammel metode +/- 3% tilsvarer renten fra den først kolonnen pluss/minus tre prosentpoeng.

Tabell 26: Betydning av endringer i diskonteringsrenten

	Rente - gammel metode	Rente - ny metode	Gammel metode +3%	Gammel metode -3%
2013	9.0%	10.0%	12.0%	6.0%
2014	9.0%	9.0%	12.0%	6.0%
2015	8.0%	9.3%	11.0%	5.0%
2016	8.0%	8.4%	11.0%	5.0%
2017	8.0%	8.2%	11.0%	5.0%
2018	8.5%	8.5%	11.5%	5.5%
2019	8.5%	8.5%	11.5%	5.5%
2020	7.5%	7.5%	10.5%	4.5%
2021	8.0%	8.0%	11.0%	5.0%

Tabellen under viser estimert verdi basert ved bruk av de ulike diskonteringsrentene vist over.

Tabell 27: Betydning av diskonteringsrente for estimert verdi for hele utvalget basert på modell 1

	Markedsverdi	Gammel metode	Ny metode	Gammel metode pluss 3%	Gammel metode minus 3%
Gj. snitt verdi	1 762	586	584	539	689
Prosent av MV	-	33%	33%	31%	39%

Tre prosentpoeng høyere diskonteringsrente senker gjennomsnittlig verdi fra 586 millioner til 539 millioner, noe som tilsvarer en endring fra 33% av total markedsverdi til 31%. Tre prosentpoeng lavere diskonteringsrente hever gjennomsnittlig verdi fra 586 millioner til 689 millioner, som betyr at gjennomsnittlig verdi som andel av markedsverdi øker med 6 prosentpoeng, fra 33% til 39%. Det skiller lite mellom resultatene basert på den nye og gamle metoden for beregning av diskonteringsrente, noe som ikke veldig overraskende gitt at forskjellen mellom rentene er små de fleste årene.

Analysen over baserer seg på hele populasjonen av selskaper notert på Euronext NOTC og Euronext Growth. Som beskrevet tidligere er 83 av observasjonene tilknyttet selskaper klassifisert som holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper, og disse observasjonene blir verdsatt til ligningsverdi. Videre er 215 av observasjonene for ikke-lønnsomme selskaper, som betyr at det kapitaliserte resultatet blir lik null. En endring i diskonteringsrenten vil dermed ikke ha noen effekt på de 298 observasjonene beskrevet over. For å forstå hvor stor effekt endring diskonteringsrenten faktisk har for estimert verdi basert på de sveitsiske modellene vil samme øvelse gjennomføres på selskaper som er lønnsomme og som ikke er holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper.

Tabellen under viser at betydningen av diskonteringsrenten er stor om man ser på selskapene som faktisk verdsettes ved bruk av kapitalisering. Tre prosentpoeng økning i diskonteringsrenten reduserer gjennomsnittlig verdi fra 757 til 578, en reduksjon fra 43% av markedsverdi til 33% av markedsverdi. Tre prosentpoeng lavere diskonteringsrente øker gjennomsnittlig verdi fra 757 til 1 152. Gjennomsnittlig verdi utgjør da 65% av markedsverdi, en økning på 22 prosentpoeng fra utgangspunktet på 43%. Forskjellen ved bruk av gammel eller ny metode for beregning av diskonteringsrente gir minimale utslag på den gjennomsnittlige verdien. Den gamle metoden gir en gjennomsnittlig verdi på 757, og den nye metoden en verdi på 750, begge to utgjør omtrent 33% av markedsverdi.

Tabell 28: Betydning av diskonteringsrente for estimert verdi for lønnsomme, ikke-finansielle selskaper basert på modell 1

	Markeds- verdi	Gammel metode	Ny metode	Gammel metode pluss 3%	Gammel metode minus 3%
Gj. snitt verdi	1 305	757	750	578	1 152
Prosent av MV	-	43%	43%	33%	65%

4.3.2 Bruk av diskonteringsrente på andre områder

I vurderingen av diskonteringsrenten i den sveitsiske modellen, er det naturlig å se hen til andre områder hvor det offentlige benytter kapitaliseringsfaktorer i dag. Videre vises det til hvordan problemstillingen håndteres for verdsettelse av utleid næringseiendom.

Problemstillingene skissert over knyttet til diskonteringsrente har mange fellestrekk med regelverket for verdsettelse av utleid næringseiendom. Formuesverdien av utleid næringseiendom for formuesbeskatning er 75% av beregnet utleieverdi. Utgangspunktet for å estimere utleieverdien er brutto leieinntekter for inntektsåret og de to foregående inntektsårene, fratrukket eierkostnader sjablongmessig bestemt til 10% av årets brutto utleieinntekt (Skatteetaten, 2022). Beregnet utleieverdi beregnes deretter ved å dividere gjennomsnittet av utleieinntektene for de tre årene med en kalkulasjonsfaktor, tilsvarende en diskonteringsrente. Kalkulasjonsfaktoren bestemmes etter FSFIN⁵ §4-10-5, som sier at kalkulasjonsfaktoren skal fastsettes til årsgjennomsnittet for renten på statsobligasjoner med 10 års løpetid, pluss et tillegg på 5 prosentpoeng. For inntektsåret 2021 var kalkulasjonsfaktoren på 0,064, altså 6.4 prosent (Skatteetaten, 2022).

Verdsettelsesmodellen for utleid næringseiendom har vært gjenstand for kritikk for å favorisere eiendommer i bystrøk sammenlignet med næringseiendom i distriktene fordi samme kalkulasjonsfaktor brukes for all næringseiendom. Dahl og Fougner (2019, s. 2) har slått fast at «det er tydelig at det norske verdsettelsessystemet favoriserer investering i sentrale strøk fremfor i distriktene». Resonnementet bygger på at investorers avkastningskrav er lavere for utleid næringseiendom i sentrale strøk sammenlignet med i distriktene, for ellers sammenlignbare eiendommer. Dersom modellen skal predikere markedsverdier som utgangspunkt for formuesverdier, burde dette vært hensyntatt.

Dahl og Fougner (2019) anbefalte å differensiere kalkulasjonsfaktoren etter geografi, for eksempel med utgangspunkt i etablerte soner for arbeidsgiveravgift. En enklere modell kan være å innføre to renter, en for sentrale byområder og en for resten (Schjelderup, 2021c).

Den parallelle problemstillingen knyttet til diskonteringsrenten for utleid næringseiendom illustrerer utfordringene ved å bruke én diskonteringsrente for alle ikke-børsnoterte selskaper. Tilsvarende som investorer i praksis har forskjellige avkastningskrav til ulike eiendommer

⁵ FSFIN: Forskrift til utfylling og gjennomføring mv. av skatteloven av 26. mars 1999 nr. 14

avhengig av eiendommenes egenskaper, vil investorer også ha ulike avkastningskrav til ulike ikke-børsnoterte selskaper. Det var i 2020 over 340 000 aksjeselskaper i Norge (Knudsen, Brekke & Gårseth-Nesbakk, 2020), og én felles diskonteringsrente for alle disse vil nødvendigvis være en forenkling som må bli feil.

4.4 utfordringer med den sveitsiske modellen

4.4.1 Diskriminerer modellen på finansieringsstruktur?

Det er relevant å vurdere hvordan den sveitsiske modellen håndterer, og eventuelt vil kunne påvirke, selskapers finansieringsstruktur. Konkret vurderes det om modellen kan motivere til tilpasninger i selskapsfinansiering.

Det kanskje mest innlysende poenget i denne sammenheng er at det norske skattesystemet favoriserer finansiering ved bruk av gjeld fremfor egenkapital. Den skattemessige favoriseringen skjer ved at renter er fradragsberettiget, mens alternativkostnaden ved bruk av egenkapital ikke er det (Schjelderup, 2021b). Generelt bidrar det til å gjøre gjeldsfinansiering gunstig inntil et nivå der ulempene ved gjeld overstiger fordelene av rentefradraget. Skjermingsfradraget til personlige aksjonærer er et forsøk på å bedre nøytraliteten i systemet, men en lav skjermingsrente begrenser effekten.

Den sveitsiske modellen tar utgangspunkt i resultat etter skatt for å beregne verdien av kapitaliserte inntekter, som igjen utgjør to tredjedels vektning av den endelige verdien. Resultat etter skatt er etter fratrukk for finansieringskostnader. Valg av finansieringsstruktur vil altså påvirke selskapsresultatet, som igjen vil påvirke verdsettelsen av egenkapitalen. Den siste komponenten i modellen er substansverdi, altså bokført egenkapital, som vektet med en tredjedel. Finansieringsstruktur vil også påvirke størrelsen på denne komponenten.

Det er også relevant å diskutere hvorvidt bruken av én diskonteringsrente for alle selskaper favoriserer selskaper med høy grad av egenkapitalfinansiering. Diskonteringsrenten i kapitaliseringsmodellen skal reflektere avkastningskravet til egenkapitalen siden kontantstrømmen som diskonteres er resultat etter skatt, altså resultatet som tilfaller egenkapitaleierne. Høyere gjeldsfinansiering gir økt risiko for kontantstrømmene til egenkapitalen, noe som ifølge standard finansteori skal gi et høyere avkastningskrav. Sammenhengen om at avkastningskravet til egenkapitalen øker lineært med selskapets gjeldsgrad er en del av Modigliani-Millers andre proposisjon (Brealey, Myers & Allen, 2020,

s. 458). Når diskonteringsrenten som brukes ikke hensyntar forskjell i finansieringsstruktur er det en klar svakhet. Som diskutert tidligere, underbygger dette forståelsen om at å bruke samme diskonteringsrente for alle selskaper er teoretisk problematisk å forsvare, og en sentral begrensning ved modellen.

I det foregående er det illustrert to sentrale områder hvor valg av selskapsfinansiering vil kunne komme til å påvirke estimert egenkapitalverdi dersom en tilsvarende modell som den sveitsiske blir innført i Norge. Tilsynelatende trekker effektene i hver sin retning, der fradrag for gjeldsrenter favoriserer gjeldsfinansiering, mens økt egenkapitalrisiko ved høyere grad av gjeldsfinansiering trekker i motsatt retning. Det ligger utenfor denne oppgaven å estimere det potensielle omfanget av mulige tilpasningseffekter i finansieringsstruktur motivert av forskjellbehandling av egenkapital og gjeld, men det understrekes at dette er en problemstilling som må utredes før en eventuell modell innføres.

4.4.2 Muligheter for skattetilpasninger

For at en modell som tar utgangspunkt i kapitalisering av resultat skal være robust og en forbedring sammenlignet med dagens regler, er det sentralt at den ikke åpner for muligheter til skattetilpasning. Skattetilpasninger kan undergrave modellens legitimitet blant skattebetalerne, hemme økonomisk effektivitet, og i tillegg føre til et lavere skatteproveny.

Det kapitaliserte resultatet vektet med to tredjedeler i den sveitsiske modellen. I tilfeller med en kontrollerende eier, er det tenkelig at det kan oppstå problemstillinger knyttet til skiftning mellom utbytte og lønn. Høyere lønn vil gi lavere årsresultat, som eventuelt vil gi lavere verdsettelse etter en kapitaliseringsmodell, og dermed lavere formuesverdi. Slike mulige tilpasninger kan gi uheldige utslag ved innføringen av en sjablongmessig kapitaliseringsmodell. Problemstillingen fremstår mest relevant for mindre ikke-børsnoterte selskaper hvor majoritetsseier også er en del av selskapets operative ledelse, og i mindre grad som et utstrakt problem for selskaper med spredt eierstruktur.

Det poengteres at det naturligvis vil påløpe arbeidsgiveravgift og skatt på lønnsinntekt. For å vurdere hvorvidt skiftning av inntekt mellom lønn og utbytte vil bli et relevant problem, er det nødvendig med en nærmere utredning. Poenget er likevel at det kan oppstå uforutsette insentiver til skattemotiverte tilpasninger, og at slike muligheter bør analyseres før en kapitaliseringsmodell for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper eventuelt innføres.

Et annet område hvor skattetilpasninger kan oppstå er dersom man åpner for å gi en verdsettelsesrabatt til minoritetsaksjonærer. En aktuell ordning for minoritetsrabatt kan være at minoritetsaksjonærer under et visst eierskapsnivå får en verdsettelsesrabatt. Slik er det eksempelvis i Sveits hvor aksjonærer til og med 50 prosent eierskap får 30 prosent fratrukk fra beregnet verdi. Et slikt system vil kunne føre til tilpasninger med mer fragmenterte eierstrukturer, hvor eierskap deles på flere hender for å omgå majoritetseierskap, og dermed oppnå rabatten. Eksempelvis kan det tenkes at familieselskap deles på flere grener av en familie, men i praksis styres som et majoritetseierskap, eventuelt at det opprettes rene proforma eierskap. Slike tilpasninger vil være i strid med intensjonen bak en eventuell rabatt, og er en problemstilling som må løses.

Historisk har Norge erfaring med tilsvarende problemstilling i forbindelse med delingsmodellen som tidligere regulerte beskatning av utbytte. Modellen gikk ut på at «aktive eiere» som arbeidet i egen bedrift fikk skattlagt utbytte som arbeidsinntekt med inntil 64.7 prosent marginalsatt, mens «passive eiere» hadde en kapitalbeskatning på 28 prosent (Meld. St. 11 2010-2011; Alstadsæter, Fjærli & Thoresen, 2005, s. 62). Etter 1992-reformen, ble alle eiere skattlagt med 28 prosent hvis selskapet hadde mer enn 1/3 passive eiere, noe som ga muligheter for betydelig skattebesparelse ved tilpasninger i eierstruktur. Som Alstadsæter, Fjærlig og Thoresen (2006, s. 57) skriver, kunne skattetilpasningen skje ved å ta inn «mer eller mindre proforma passive eiere for å unngå å bli klassifisert som aktiv eier». Slike tilpasningsmuligheter svekket omfordeling, og var en viktig bakgrunn for skattereformen i 2006.

4.4.3 Er modellen tilfeldig?

Den sveitsiske modellen bruker som kjent det korrigerede årsresultat de siste to eller tre årene for å beregne verdien av kapitaliserte inntekter. Ved å ta utgangspunkt i historisk resultat som grunnlag for å beregne verdien av egenkapitalen, forutsettes det at resultatene de foregående årene er representative for virkelig inntjening, samt fremtidig utvikling. Det er flere forhold som bidrar til at det det kan være problematiske forutsetninger. Videre diskuteres utfordringer med å bruke årsresultat som grunnlag for å beregne markedsverdien til ikke-børsnoterte selskaper.

Det er en pågående debatt i regnskapsfaget vedrørende relevansen til rapporterte regnskap. Debatten, som gjerne omtales som «relevance lost-debatten», knytter seg til hvorvidt

rapporterte regnskap er relevante for beslutningstakere. Hail (2013) har, basert på data fra 1981 til 2008, vist at det er en nedadgående trend i relevansen til rapportert resultat. Boken «The end of accounting» skrevet av Lev og Gu (2016) er et annet eksempel på en bok som argumenterer for at rapporterte regnskap har fått redusert relevans for brukerne. En uttømmende debatt av regnskapsreglers relevans ligger utenfor denne oppgaven. Poenget om at rapporterte regnskap må være relevante for verdivurderingen er likevel interessant. Videre fremheves noen eksempler som illustrerer hvorfor rapportert årsresultat ikke nødvendigvis vil være fornuftig å bruke direkte når man skal verdsette et selskap.

Historiske resultater kan tenkes å være lite representative for fremtidige resultater av flere grunner. For det første kan enkelthendelser få særlig stor betydning når man legger til grunn få år. Videre vil en mekanisk formelbruk for verdsettelse ikke fange opp engangshendelser som i utgangspunktet burde vært tatt ut av beregningsgrunnlaget. Eksempler på engangshendelser uten prediktiv verdi for fremtiden kan være nedskrivninger, tap av rettssaker, korreksjoner relatert til tidligere år, gevinster som ikke er relatert til kjernevirksomhet, endring av regnskapsprinsipp, endring av regnskapsestimater eller avvikling av virksomhet (Plenborg & Kinserdal, 2021, s. 641). De nevnte hendelsene er eksempler på forhold som kan få betydelig regnskapsmessig effekt i året de inntreffer, men som det gjerne ikke vil være fornuftig å legge til grunn som utgangspunkt for en verdivurdering av selskapet. At et selskap for eksempel har tapt en spesiell rettssak et år og dermed får et lavere rapportert årsresultat betyr jo ikke at verdien av fremtidige kontantstrømmer er blitt redusert. Det sveitsiske modellen forsøker å hensynta denne problemstillingen ved å bruke korrigert resultat som utgangspunkt for kapitalisering. Det er likevel ikke åpenbart at dette løser utfordringen, fordi det sannsynligvis vil være engangshendelser korrigeringen ikke justerer for.

I tillegg til å være sensitiv for engangshendelser, kan det tenkes at den sveitsiske modellen er mindre egnet til å verdsette selskaper i konjunkturutsatte bransjer med stor volatilitet i resultat. For selskaper som av konjunktursensitivitet eller andre grunner har volatile resultater fra år til år, kan modellen estimere markedsverdier som ikke reflekterer virkeligheten. Å bruke resultatene fra de siste to eller tre årene kan også gi feil utslag for selskaper i stor vekst (undervurdering av verdi) og selskaper i tilbakegang (overvurdering av verdi).

Et tredje poeng er at modellen ikke eksplisitt tar hensyn til fremtidig vekst. Det er forventet at den samlede økonomien vil vokse nominelt over tid, og det kan argumenteres for at dette bør

reflekteres i modellen. Dersom generelle vekstforventninger er inkorporert i valg av diskonteringsrente bør det tydeliggjøres.

Hvis en kapitaliseringsmodell skal innføres i Norge, må det også besluttes om modellen skal ta utgangspunkt i selskapenes årsregnskap eller skatteregnskap. Som redegjort for i datakapittelet, har vi tatt utgangspunkt i selskapenes rapporterte regnskap for å beregne kapitalisert verdi som hensyntar konsernstruktur. Videre har vi brukt ligningsverdi fremfor bokført egenkapital som uttrykk for substansverdi, fordi vi tror at ligningsverdier gir et mer konsistent sammenligningsgrunnlag mellom selskapene. Som Andresen og Bø (2022, s. 12) skriver, er skatteregnskapet antagelig mer konsistent enn regnskapsverdier, siden de åpner for færre skjønsmessige vurderinger. Rapporterte regnskap etter IFRS inneholder for eksempelvis en del valgfrihet og fleksibilitet, noe som kan gjøre enhetlige og konsistente verdsettelse mellom ulike bedrifter vanskelig. På den andre siden tar antagelig markedsaktører utgangspunkt i rapporterte resultater når de foretar sine verdsettelse. Dermed kan det argumenteres for at disse tallene er mest relevant for å beregne markedsverdier.

4.5 Mulige tilpasninger av den sveitsiske modellen, alternative tilnærminger og mulige forbedringer av dagens regler

Av resultatene presentert i det foregående er det klart at modellen kun i begrenset grad reflekterer markedsverdier bedre enn eksisterende ligningsverdier for selskaper notert på Euronext Growth og Euronext NOTC i perioden 2013-2021. Videre er det vist at metoden treffer skjevt for visse type selskaper, og at den har sider som er teoretisk problematiske.

Bakgrunnen for å vurdere en sveitsisk modell for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte selskaper i Norge, er å se om en slik modell gir en riktigere verdsettelse av disse selskapene sammenlignet med dagens regler. Den foregående analysen tilsier at dette i begrenset grad er tilfellet. Problemstillingen knyttet til å finne bedre metoder for å verdsette ikke-børsnoterte selskaper er dermed fortsatt aktuell.

Med dette som utgangspunkt, er det naturlig å vurdere hvordan den sveitsiske modellen eventuelt kunne blitt tilpasset om den skulle blitt innført i Norge. Deretter vurderes en alternativ tilnærming for å verdsette ikke-børsnoterte selskaper. Den alternative modellen tar utgangspunkt i å bruke driftsresultat til å estimere virksomhetsverdi. Avslutningsvis vurderes mulige endringer i dagens regelverk for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper.

4.5.1 Forslag til tilpasning av den sveitsiske modellen

Som drøftet tidligere, kan den sveitsiske modellen gi for lave verdsettelse av selskaper som har et negativt gjennomsnittlig årsresultat. Slike selskaper får en beregnet verdi basert på dobbeltvektning av en kapitalisert verdi lik null, og enkeltvektning av substansverdi. Som vist tidligere, gir det lav verdsettelse av slike selskaper.

Med dette som bakteppe, foreslås det å tilpasse den sveitsiske modellen ved å bruke ligningsverdi som nedre gulv for verdsettelse. Det vil innebære at formuesverdien til ikke-børsnoterte selskaper minst vil bli like høy som ved dagens system. En slik nedre begrensning om at selskapsverdien minimum skulle tilsvare substansverdi ved fortsatt drift var gjeldende i Sveits frem til 2009, men ble senere fjernet (SSK, 2008, pkt. 36).

Tabellen under viser effekten av å innføre en tilpasning av den sveitsiske modellen med substansverdi som nedre gulv. Gjennomsnittlig verdi som andel av markedsverdi øker med 6 prosentpoeng, fra 33% til 39%. Medianverdien dobles, og det kan virke som at mange av selskapene med lav estimert verdi påvirkes av endringen.

Tabell 29: Tilpasset utgave av den sveitsiske modellen med substansverdi som nedre gulv

	Markedsverdi	Modell 1	Model 1 - modifisert	Ligningsverdi
Observasjoner	396	396	396	396
Gj.snitt verdi	1 762	586	692	562
Gj.snitt verdi som andel av MV		0.33	0.39	0.32
St.avvik	4 009	1 798	1 829	1 711
Min	0	0	0	0
.10	31	0	0	0
.25	102	5	12	5
Median	423	64	139	112
Medianverdi som andel av MV		0.15	0.33	0.26
.75	1 474	279	381	328
.95	9 048	3 895	4 139	2 115
Max	42 779	14 785	14 785	14 785

4.5.2 Alternativ metode for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper

En tilpasset sveitsisk modell gir en høyere gjennomsnittlig verdsettelse enn om man bruker den sveitsiske modellen direkte. Samtidig estimerer også den modifiserte modellen selskapsverdier som er betydelig lavere enn markedsverdier. Videre vurderes derfor en annen tilnærming til å fastsette formuesverdi på selskapene i utvalget. Den alternative tilnærmingen tar utgangspunkt i svakheter og begrensinger ved den sveitsiske modellen. Formålet med den egenutviklede modellen er å løfte frem andre mulige innfallsvinkler som kan forfølges dersom det skulle være relevant å innføre en ny metode for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper i Norge.

Det alternative forslaget til modell for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper tar utgangspunkt i å kapitalisere gjennomsnittlig driftsresultat etter skatt for de siste tre årene. Kapitaliseringen av driftsresultat gir et estimat på virksomhetsverdi. For å finne egenkapitalverdien, som er nødvendig for å fastsette formuesverdi, må netto rentebærende gjeld trekkes fra. Den alternative modellen bruker dagens ligningsverdier som nedre gulv for estimert verdi, og verdsetter holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper til ligningsverdi. Vi har valgt denne løsningen fordi kapitalisering av driftsresultat kan bli lite meningsfullt for denne typen selskaper. Mulige grunner til dette kan være betydelige finansinntekter (holdingselskaper) som ikke vil medregnes i en slik modell, og at rapporterte resultater ikke reflekterer verdiskapningen for det enkelte år (f.eks. fordi gevinst først vises i regnskapet ved realisering).

Det er flere forhold som trekker i retning av at det kan være fornuftig å bruke driftsresultat som utgangspunkt for å verdsette ikke-børsnoterte selskaper. Driftsresultatet gir et grovt uttrykk for resultatet virksomheten genererer, før avkastning til kreditorer og egenkapitaleierne. Regnskapsmessig er det altså driftsresultat som representerer avkastning til sysselsatt kapital (Kaldestad & Møller, 2016, s. 39). Det er også forhold som tilsier at driftsresultat er mer stabilt over tid, mindre sensitivt for engangshendelser og med bedre prediktiv verdi enn resultat etter skatt. Dette skyldes blant annet at man i beregning av driftsresultat ikke har med finansinntekter, finanskostnader og ekstraordinære inntekter eller ekstraordinære kostnader. Dette er gjerne resultatlinjer med stor variasjon fra ett år til det neste.

Det tas utgangspunkt i å bruke et glidende gjennomsnitt av driftsresultat etter skatt de siste tre årene som grunnlag for å beregne verdi av kapitalisert driftsresultat. Det vurderes som bedre å

bruke et glidende gjennomsnitt over en treårsperiode sammenlignet med for eksempel å bruke driftsresultatet fra ett enkeltår, eller en toårsperiode der siste års driftsresultat dobbeltvektes. Begrunnelsen er at et glidende gjennomsnitt over en treårsperiode bidrar til økt forutsigbarhet for skatteyter, samtidig som det demper svingninger i verdivurderingen. Videre vil betydningen av tilfeldige hendelser og konjunkturrelle svingninger vil bli mindre ved en slik løsning. På den andre siden kan dobbeltvekting av siste års resultat gi bedre bilde av verdien til selskapet på verdsettelsestidspunktet.

Modellen som skisseres over for beregning av kapitalisert driftsresultat, har klare likhetstrekk med modellen som i 2009 ble innført for verdsettelse av utleid næringseiendom. Som beskrevet tidligere i oppgaven, verdsettes utleid næringseiendom basert på gjennomsnittlig brutto leieinntekt de siste tre årene, fratrukket et sjablongmessig fradrag for kostnader, multiplisert med en kapitaliseringsfaktor. Brutto leieinntekter etter et fradrag for kostnader kan grovt sett sammenlignes med driftsresultatet for ikke-børsnoterte selskaper. I begge tilfeller vil tallet som kapitaliseres være etter fradrag for driftskostnader, men før fratrukk for finansieringskostnader.

For å kunne beregne verdien av kapitalisert driftsresultat etter skatt, er det nødvendig å trekke fra effektiv skattesats fra driftsresultatet før kapitalisering. Til forskjell fra nominell skattesats, vil den effektive skattesatsen på driftsresultatet variere med den enkelte virksomhet basert på forhold som avskrivninger, investeringer og vekst (Kinserdal, 2021c). Det faktum at skattesatser varierer mellom næringer er et kompliserende element. Det er følgelig utfordrende å bestemme en generell, effektiv skattesats som skal gjelde for alle selskaper på tvers av industrier. I praksis vil oljeselskaper ha en høy effektiv skattesats, mens den er i helt andre enden av skalaen for shippingselskaper. For enkelhets skyld er den effektive skattesatsen satt lik den generelle, nominelle skattesatsen for det respektive året driftsresultatet er generert. Dette er en forenkling av en komplisert problemstilling, og et område det ville vært interessant å utforske nærmere.

Tabell 30: Oversikt over alminnelig, nominell skattesats for selskapsbeskatning 2013 - 2021 (Skatteetaten, u.d.)

År	Nominell, alminnelig skattesats
2013	28 %
2014	27 %
2015	27 %
2016	25 %
2017	24 %
2018	23 %
2019	22 %
2020	22 %
2021	22 %

Ved å kapitalisere driftsresultat beregnes den totale virksomhetsverdien. For å finne verdien av egenkapitalen, som er den relevante verdien for å bestemme formuesverdi av aksjer, må netto rentebærende gjeld trekkes fra. I utgangspunktet bør netto rentebærende gjeld verdsettes til markedsverdi i denne beregningen. I de fleste tilfeller vil bokført verdi være en god approksimasjon på markedsverdien til gjelden, særlig for lån med flytende rente der risikoen for mislighold ikke er vesentlig endret siden regnskapet ble rapportert. Det foreslås derfor å trekke fra bokført verdi av den finansielle gjelden. For å teste modellen har vi trukket fra kortsiktig og langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner og obligasjonslån. Det vil også kunne være enkelte andre poster som det kan diskuteres om bør trekkes bort, men de nevnte postene reflekterer det overordnede bildet.

I motsetning til den sveitsiske modellen, tar modellen skissert over ikke utgangspunkt i å kombinere kapitalisert verdi og substansverdi direkte. En fordel med å inkludere substansverdien i beregningen kan være at substansverdien er mer stabile enn verdien av kapitalisert inntjening, og at kombinasjonen dermed kan bidra til å dempe svingninger i beregnet formuesverdi. Hvorvidt en kombinasjon av kapitalisert resultat og substansverdi kunne bidratt til en mer robust modell kunne vært interessant å undersøke videre. Vi vektet ikke inn substansverdi i den alternative modellen, fordi vi ønsker å rendyrke effekten av kapitalisert driftsresultat.

Ligningsverdi brukes som nedre gulv for selskapene som verdsettes ved hjelp av kapitalisert driftsresultat, og for holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper. Som illustrert tidligere, vil dette gjelde for en stor andel av observasjonene i utvalget. Den alternative modellen vil altså ikke kunne gi lavere verdsettelse enn dagens system.

Modellen kan oppsummeres slik:

1. Beregne verdi av kapitalisert driftsresultat:

$$KDR = \frac{DRES_t * (1 - \tau_t) + DRES_{t-1} * (1 - \tau_{t-1}) + DRES_{t-2} * (1 - \tau_{t-2})}{3} * \frac{1}{i}$$

KRD = kapitalisert driftsresultat, DRES = driftsresultat og i = kapitaliseringsrente, τ = skattesats

2. Trekke fra netto rentebærende gjeld for å finne egenkapitalverdien av kapitalisert driftsresultat

3. Bruke ligningsverdi hvis ligningsverdi er høyere enn verdien av kapitalisert driftsresultat fratrukket rentebærende gjeld og for holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper.

Selskaper klassifisert som holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper blir altså verdsatt til ligningsverdi. Basert på utvalget oppgaven tar utgangspunkt i, fremstår det som at slike selskaper skiller seg fra øvrige selskaper, og det kunne fått uheldige utslag om også disse selskapene ble verdsatt til metoden beskrevet over.

Det foreslås å utrede mulighetene for å inkludere en sikkerhetsventil i systemet for å håndtere eventuelle uriktige verdsettelse. En mulig løsning kan være et system der skatteyder kan kreve en særskilt gjennomgang av aksjenes verdsettelse om skatteyder kan sannsynliggjøre at verdiene som legges til grunn er feil, for eksempel med utgangspunkt i en nylig transaksjon mellom uavhengige parter.

Den største teoretiske utfordringen med en slik kapitaliseringsmodell for å bestemme verdien til ikke-børsnoterte selskaper, er å bestemme en fornuftig kapitaliseringsrente. Det teoretiske utgangspunktet er at kapitaliseringsrenten skal reflektere investors avkastningskrav. I modellen tas det utgangspunkt i driftsresultat, og driftsresultatet skal forrente både egenkapital og gjeld. Dermed skal kapitaliseringsrenten i dette tilfellet reflektere det vektete avkastningskravet som stilles til bedriften fra kreditorer og egenkapitalinvestorer. Merk at dette er en sentral forskjell fra den sveitsiske metoden diskutert tidligere som kapitaliserer årsresultat, altså et resultat som i sin helhet tilfaller egenkapitalinvestorer, etter at kreditorene har fått sine gjeldsrenter.

I utgangspunktet vil avkastningskravet være unikt for det enkelte selskap. Det er dermed ikke mulig å bestemme én felles kapitaliseringsrente som reflekterer de underliggende økonomiske realitetene for hvert enkelt selskap som vil bli omfattet av modellen. Samtidig er dette en problemstilling det er vanskelig å komme utenom dersom man velger å verdsette selskaper med en kapitaliseringsmodell. En modell som skal verdsette flere hundretusen selskaper kan nødvendigvis ikke legge opp til å beregne diskonteringsrenten individuelt og skjønnsmessig. Et visst innslag av generalisering vil derfor være nødvendig.

For å teste forslaget til modell må det bestemmes en kapitaliseringsrente. Kapitaliseringsrenten som er brukt er et forslag til en mulig løsning, men må ikke forstås som en teoretisk riktig kapitaliseringsrente. Hvis en kapitaliseringsmodell skal innføres, bør valg av kapitaliseringsrente være gjenstand for nærmere utredninger og avveininger.

Praktikere bruker gjerne Weighted-Average-Cost-of-Capital (WACC) for å bestemme avkastningskravet til totalkapitalen, altså vektet avkastningskrav. Da finansieringsstruktur vil variere med den enkelte virksomhet, kan ikke WACC brukes direkte for å bestemme en generell kapitaliseringsrente. Modigliani-Miller (MM1) har vist at, under visse forutsetning som bla. fravær av skatt, så er selskapsverdi uavhengig av finansieringsstruktur (Brealey, Myers & Allen, 2020, s. 453). Under disse forutsetningene, vil avkastningskravet til totalkapitalen være det samme, uavhengig av hvordan virksomheten er finansiert. Det betyr altså at et selskap med kun egenkapitalfinansiering vil ha samme avkastningskrav til totalkapitalen som et selskap som er finansiert med både egenkapital og gjeld. Hvis man tar utgangspunkt i MM1, kan man bestemme en virksomhets avkastningskrav ved å estimere hva som ville vært egenkapitalavkastningskravet hvis bedriften var kun egenkapitalfinansiert. I et tilfelle med bare egenkapitalfinansiering vil altså avkastningskravet til egenkapitalen tilsvare avkastningskravet til totalkapitalen. Å bruke MM1 som utgangspunkt vil være en forenkling da proposisjonen til Modigliani-Miller bygger på strenge forutsetninger som ikke gjelder i virkeligheten. Rammeverket kan likevel gi et nyttig utgangspunkt for å bestemme en fornuftig kapitaliseringsrente.

Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes gjerne ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM) som er gitt ved:

$$r_e = r_f + \beta * r_m$$

hvor r_e er egenkapitalavkastningskravet, r_f er risikofri rente, β angir systematisk risiko og r_m er en markedsrisikopremie.

Beta er et uttrykk for systematisk risiko. I teorien tilsvarer en beta-verdi på 1 at den systematiske risikoen tilsvarer den gjennomsnittlige systematiske risikoen til hele økonomien. Når man skal bestemme et avkastningskrav som skal gjelde for alle ikke-børsnoterte selskaper, virker det rimelig å bruke et gjennomsnitt for systematisk risiko. Gitt denne forutsetningen, kan man bruke en betaverdi på 1 i formelen over. Dermed står man igjen med å beregne avkastningskravet til egenkapitalen med utgangspunkt i en risikofri rente og en markedsrisikopremie.

Som uttrykk for den risikofrie renten brukes renten på 10-årige norske statsobligasjoner. Fordelen med å bruke en rente med relativt lang løpetid er at man gjerne får et mer stabilt avkastningskrav enn om man bruker korte renter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 158). Videre argumenterer Kaldestad og Møller (2016, s. 159) for at renten på statsobligasjoner er et akseptabelt kompromiss mellom det teoretisk riktige og det praktisk gjennomførbare. Denne løsningen er også brukt for beregningen av kapitaliseringsfaktoren for utleid næringsseiendom.

For beregning av markedsrisikopremien vises det til redegjørelsen i *Kapittel 3 – data*. Som diskutert der, kan markedsrisikopremien bestemmes med utgangspunkt i tre metoder. Det er tidligere argumentert for at en sammenstilling av de tre metodene for norske data kan forsvare en markedsrisikopremie for Oslo Børs på omtrent 5 prosent.

Markedsrisikopremien beregnet med de tre metodene vist i *Kapittel 3 - Data* tar utgangspunkt i markedsrisikopremien for selskaper notert på Oslo Børs. Som diskutert i teoridelen, kan det være grunner til at risikoen forbundet med ikke-børsnoterte selskaper er høyere enn for børsnoterte. Wagner og Ziegler (2019) har eksempelvis argumentert for at risikoen for ikke-børsnoterte selskaper er høyere, vist ved høyere variasjon i egenkapitalavkastning for disse selskapene, og at dette bør reflekteres i diskonteringsrenten. Videre er det argumentert for at informasjonstilgangen er dårligere, og risikoen for manipulasjon er høyere, for ikke-børsnoterte selskaper enn for noterte (Boye, 2007). Dette er forhold som trekker i retning av at avkastningskravet til ikke-børsnoterte selskaper er høyere enn for børsnoterte.

På den andre siden vil det faktum at gjeld er fradragsberettiget føre til at det vektete avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) etter skatt vil være lavere for selskaper med

innslag av gjeldsfinansiering. Dette trekker i retning av at det reelle totalavkastningskravet til virksomheter vil være lavere enn ellers.

Kalkulasjonsfaktoren for beregning av verdien av utleid næringseiendom utgjør et naturlig sammenligningsgrunnlag for å vurdere kapitaliseringsrenten for ikke-børsnoterte selskaper. Det virker rimelig å anta at variasjonen mellom ulike næringseiendommer er mindre enn variasjonen mellom de ulike ikke-børsnoterte selskapene i Norge. Videre kjennetegnes gjerne utleie av næringseiendom av relativt lange kontrakter som gir forutsigbarhet på kontantstrømmene langt frem i tid. Både større grad av homogenitet og mer forutsigbarhet trekker i retning av at ordningen med risikofri rente pluss 5 prosent, som brukes til å verdsette utleid næringseiendom, utgjør et nedre gulv for hva man bør bruke for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper.

Det vil også være relevant å se hen til domstolenes praktisering på området. Etter «Kreutzerdommen» i 2014, avgjorde Høyesterett at kapitaliseringsrenten som hovedregel skal være fire prosent (Bjerksund & Schjelderup, 2019). Denne renten omtales nå gjerne som domstolenes standardrente, og hvis domstolene avviker fra denne skal det begrunnes. På samme måte som kalkulasjonsfaktoren for utleid næringseiendom, virker rettsinstansenes standardrente å være et nedre anslag på hva som vil være relevant i dette tilfellet, da verdsettelsen av kapitalisert driftsresultat etter skatt for ikke-børsnoterte selskaper er forbundet med relativt høy risiko.

Problemstillingen knyttet til illikviditet er grundig diskutert i teoridelen. En likviditetsrabatt fremstår teoretisk begrunnet, og bør hensyntas når formuesverdien av ikke-børsnoterte aksjer skal fastsettes. Som redegjort for i teoridelen, argumenterer flere for at likviditetsrabatten bør trekkes fra beregnet verdi, og ikke inkluderes i diskonteringsrenten. Vi deler denne oppfatningen, og inkluderer derfor ikke en likviditetsrabatt i diskonteringsrenten.

Med utgangspunkt i en samlet vurdering av de ulike momentene over, er det valgt å bruke et markedsrisikopåslag på 6 prosent.

Med utgangspunkt i modellen skissert over, er beregnet kapitaliseringsrente for perioden 2013 – 2021 vist i tabellen under:

Tabell 31: Beregnet kapitaliseringsrente for perioden 2013 - 2021

År	Risikofri rente	Markedsrisikopremie	Diskonteringsrente
2013	2.9 %	6.0 %	8.9 %
2014	1.8 %	6.0 %	7.8 %
2015	1.6 %	6.0 %	7.6 %
2016	1.8 %	6.0 %	7.8 %
2017	1.6 %	6.0 %	7.6 %
2018	1.8 %	6.0 %	7.8 %
2019	1.5 %	6.0 %	7.5 %
2020	0.9 %	6.0 %	6.9 %
2021	1.7 %	6.0 %	7.7 %

En fordel med den foreslåtte modellen sammenlignet med den sveitsiske metoden er at man ved å diskontere driftsresultat med et avkastningskrav til totalkapitalen, heller enn årsresultat med et avkastningskrav til egenkapitalen, i større grad går fri fra å forskjellsbehandle selskaper med utgangspunkt i finansieringsstruktur. For det første er ikke rentekostnader fratrukket driftsresultat. For det andre, som vist av Modigliani-Miller, vil avkastningskravet til totalkapitalen variere mindre med finansieringsstruktur enn avkastningskravet til egenkapitalen. Forhold som skattefradrag for gjeldsrenter gjør dog at totalavkastningskravet i realiteten vil variere noe med finansieringsstruktur.

Forslaget tar utgangspunkt i å bruke én felles kapitaliseringsrente. Det er grunn til å tro at den systematiske risikoen for eksempel varierer mellom ulike bransjer. Dermed vil også denne modellen ha en svakhet med at selskaper med lav systematisk risiko vil bli diskontert med en for høy rente, og selskaper med høy systematisk risiko vil bli diskontert med en for lav rente. Modellen vil altså kunne komme til å favorisere selskaper med lav risiko fordi slike selskaper blir kapitalisert med en for høy rente, og dermed får en for lav beregnet verdi, noe som vil gi lavt grunnlag for beskatning.

Det kunne vært interessant å vurdere en alternativ løsning som for eksempel differensierte diskonteringsrenten med utgangspunkt i bransjen til selskapets virksomhet. Dersom man velger å differensiere diskonteringsrenten vil det kunne oppstå utfordringer knyttet til for eksempel tilpasninger eller vridningseffekter. Hvorvidt det bør åpnes for å differensiere diskonteringsrenten blir en avveining mellom rettferdighet, enkelhet og å muligheten for skattetilpasninger.

Tabellene under oppsummerer hvordan den foreslåtte modellen ville verdsatt selskapene på Euronext Growth og Euronext NOTC, sammenlignet med ligningsverdi og markedsverdi. Den første tabellen under viser en oversikt over det uvektede gjennomsnittet av estimert verdi basert på egenkomponert modell mot markedsverdi. Det uvektede gjennomsnittet for hele perioden 2013 - 2021 er 0.74. Medianen er 0.28 og faller ganske kraftig med tiden, tilsvarende som for de sveitsiske modellene.

Tabell 32: Uvektet gjennomsnitt egen modell mot markedsverdi

År	Observasjoner	Uvektet gj.snitt	St.avvik	Min	.10	.25	Median	.75	.95	Max
2013	20	1.18	1.91	0.00	0.02	0.25	0.50	1.18	5.99	8.39
2014	24	0.82	0.97	0.00	0.00	0.21	0.43	1.17	3.19	3.84
2015	21	0.67	1.06	0.00	0.00	0.14	0.34	0.57	2.46	4.53
2016	24	0.64	0.85	0.00	0.00	0.12	0.30	0.72	2.55	3.43
2017	28	0.82	1.59	0.00	0.00	0.13	0.50	0.96	1.44	8.60
2018	41	0.72	1.38	0.00	0.00	0.07	0.23	0.76	2.04	6.81
2019	37	1.05	2.38	0.00	0.00	0.09	0.34	1.28	5.33	1.88
2020	77	0.81	1.85	0.00	0.00	0.06	0.19	0.53	4.65	1.57
2021	124	0.53	0.99	0.00	0.00	0.08	0.26	0.70	1.58	9.85
Totalt	396	0.74	1.49	0.00	0.00	0.09	0.28	0.77	2.46	1.88

Tabellen under viser at det vektete gjennomsnittet av den egenkomponerte modellen utgjør 35% av markedsverdi, som er 2-3 prosentpoeng høyere enn for de sveitsiske modellene. Merk at den alternative modellen ikke inkluderer en likviditetsrabatt i diskonteringsrenten. Som beskrevet over, må størrelsen på denne bestemmes basert på en nærmere vurdering. Videre har 15% av selskapene en estimert verdi lik null, og 18% av selskapene har en høyere estimert verdi enn markedsverdi.

Tabell 33: Vektet gjennomsnitt foreslått modell mot markedsverdi

År	Observasjoner	Sum foreslått modell mNOK	Sum markedsverdi mNOK	Vektet gj.snitt	Andel selskaper med forholdstall lik null	Andel selskaper med forholdstall > 1
2013	20	2 294	18 843	0.12	0.10	0.25
2014	24	6 469	28 649	0.23	0.17	0.25
2015	21	12 978	45 841	0.28	0.14	0.14
2016	24	17 078	41 704	0.41	0.17	0.17
2017	28	23 222	44 967	0.52	0.11	0.21
2018	41	30 571	57 087	0.54	0.17	0.22
2019	37	27 461	66 132	0.42	0.14	0.30
2020	77	57 118	222 525	0.26	0.17	0.17
2021	124	67 482	172 006	0.39	0.15	0.13
Totalt	396	244 673	697 754	0,51	0.15	0.18

Tabell 34: Andel av markedsverdi for foreslått modell, sveitsiske modeller og ligningsverdi

	Foreslått modell	Modell 1	Modell 2	Ligningsverdi
2013	12%	14%	11%	12%
2014	23%	22%	19%	19%
2015	28%	33%	31%	26%
2016	41%	44%	44%	37%
2017	52%	54%	53%	49%
2018	54%	58%	55%	53%
2019	42%	41%	41%	41%
2020	26%	23%	20%	23%
2021	39%	31%	27%	34%
Totalt	35%	33%	31%	32%

4.5.3 Forslag til forbedringer av dagens regler

Videre vurderes forslag til mulige endringer av dagens regler for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte selskaper for formuesbeskatning. Først vurderes det om markedsverdier bør brukes som formuesgrunnlag for selskaper notert på henholdsvis Euronext Growth, Euronext NOTC og for selskaper hvor det foreligger relevante transaksjoner. Deretter vurderes det mulige tilpasninger av aksjerabatten og verdsettelsestidspunktet for ikke-børsnoterte aksjer.

Bør markedsverdier brukes til å fastsette formuesverdi for selskaper notert på Euronext Growth?

Det første forslaget som presenteres er å fastsette formuesverdien til selskaper notert på Euronext Growth til markedsverdi. Det generelle utgangspunktet for å bestemme formuesverdier for formuesskatt er markedsverdier. Selv om selskapene som er notert på handelsplattformen Euronext Growth ikke er definisjonsmessig «børsnotert», så har disse selskapene objektive markedsverdier som kan brukes til fastsetting av formuesverdi. Slik vi vurderer det, vil det være økonomisk velbegrunnet å bruke disse markedsverdiene som utgangspunkt når de finnes, slik det eksempelvis gjøres i Sveits.

Børsnoterte aksjer verdsettes til kursverdi 1. januar i skattefastsettingsåret, som tilsvarer 31. desember i inntektsåret. I utgangspunktet fremstår en tilsvarende ordning for selskaper Euronext Growth naturlig. Som et alternativ til å bruke aksjekursen ved slutten av inntektsåret, kan det vurderes om det er mer hensiktsmessig og for eksempel bruke gjennomsnittlig aksjekurs for en viss periode for å glatte stor volatilitet i aksjekurser, samt redusere muligheten for

skattemessige tilpasninger. Frankrike har eksempelvis lagt til grunn gjennomsnitt siste 30 dager, mens Spania har brukt gjennomsnitt siste kvartal (OECD, 2018). Innretningen i hvordan man konkret skal bestemme markedsverdien må nærmere vurderes, men prinsippet fremstår klart.

Å endre verdsettelsesreglene for formuesverdien til aksjer i selskaper på Euronext Growth vil naturligvis ha konsekvenser. En virkning av å innføre endringen, er at formuesverdiene til eiere av selskaper notert på Euronext Growth i snitt vil øke fordi markedsverdien til selskapene er høyere enn dagens ligningsverdier. Som eksempelvis Scheel-utvalget omtaler, skaper en fordelaktig skattemessig verdsettelse av unoterte selskaper et disinsentiv for å notere selskaper på hovedlisten på Oslo Børs (NOU 2014:13). En mindre gunstig skattemessig behandling av selskapene på Euronext Growth kan gjøre det mindre attraktivt for eierne av selskaper å notere på markedsplassen. I utgangspunktet er det samfunnsøkonomisk gunstig at selskaper noteres på åpne markedsplasser. Det gir allmenheten mulighet til å investere i selskapene, informasjonsplikten gir økt offentlig informasjonstilgang, i tillegg til at bedre kapitaltilgang for selskapene kan gi økt vekst og utvikling (Mjøs & Bienz, 2015). Dersom færre selskaper noteres på Euronext Growth som en følge av at den skattemessige behandlingen blir mindre gunstig, kan det ha negative konsekvenser. Betydningen forsterkes av at selskaper gjerne bruker Euronext Growth som et steg på veien inn mot full børsnotering på hovedlisten på Oslo Børs.

Det er positivt at selskaper børsnoteres, og man bør være forsiktig med å innføre endringer som skaper disinsentiver mot børsnoteringer. Samtidig er et etablert prinsipp innenfor økonomifaget at markedssvikt bør utbedres ved å angripe markedssvikten direkte (Møen & Schjelderup, 2018, s. 18-20). For å løse utfordringen med at formuesskatten kan gi disinsentiver for børsnoteringer, foreslår Møen og Schjelderup (2018, s. 20) en midlertidig verdsettelsesrabatt ved børsnotering for å glatte overgangen fra å være unotert til å bli børsnotert. Et slikt forslag kan eventuelt vurderes for selskapene som er notert på Euronext Growth hvis man innfører den foreslåtte endringen.

En annen relevant bemerkning er at Gobel og Hestdal (2015) i sin analyse av selskaper på NOTC fant at størrelsen på verdsettelsesrabatten ikke så ut til å påvirke beslutningen om børsnotering. 22 av selskapene i deres utvalg gikk på børs i analyseperioden, og den gjennomsnittlige verdsettelsesrabatten for disse selskapene var høyere enn for utvalget forøvrig. Gobel og Hestdal (2015) sin konklusjon var at andre fordeler ved børsnotering veier opp for økt formueskatt. På den andre siden konkluderer Fagerbakk og Tilley (2021) med at den

svenske formuesskatten ga disinsentiver til børsnotering på grunn av ulik verdsettelse, og at fjerningen av skatten i 2007 førte til en økning i børsnoterte selskaper.

Bør markedsverdier brukes til å fastsette formuesverdi for selskaper notert på Euronext NOTC?

Som redegjort for over, er det i utgangspunktet ønskelig å bruke markedsverdier som grunnlag for å fastsette formuesverdi. Dermed er det naturlig å vurdere om markedsverdier bør brukes også for selskaper på Euronext NOTC.

En utfordring med selskaper notert på Euronext NOTC sammenlignet med Euronext Growth er lavere gjennomsnittlig likviditet i aksjene. Som diskutert tidligere i oppgaven, er likviditet gjerne en forutsetning for å ha tiltro til at aksjekursen representerer reelle markedsverdier. Spørsmålet blir dermed om aksjene på Euronext NOTC er tilstrekkelig likvide til at de kan brukes til fastsetting av formuesverdier. Dette er et forhold som bør utredes nærmere.

Det fremstår ikke fornuftig å innføre en ordning hvor de likvide selskapene på listen verdsettes til markedsverdi og de illikvide til ligningsverdi. Dette vil eventuelt kunne gi et system som oppfattes som urettferdig hvis ellers like selskaper verdsettes etter forskjellige regler. Videre vil det kunne gi disinsentiver til å skape likviditet i selskapene, noe som også fremstår uheldig. En annen problemstilling knyttet til lav likviditet er at risikoen for skattemessige tilpasninger kan øke hvis små og skattemotiverte transaksjoner har potensiale til å påvirke verdsettelsen av hele selskapet. Et alternativ for å håndtere problemstillingene over kan være å legge gjennomsnittlig aksjekurs over en periode til grunn for verdsettelsen.

Tilsvarende som diskutert over for Euronext Growth, vil en eventuell endring kunne bidra til å skape disinsentiver til å notere selskaper på Euronext NOTC-listen, noe som fremstår uheldig.

Hvorvidt det vil være fornuftig å bruke markedsverdier for selskapene på Euronext NOTC vil være en avveining mellom fordelene ved å bruke markedsverdier, og ulempene diskutert over. Konklusjonen fremstår ikke entydig, og bør utredes nærmere.

Kan markedsverdier brukes for andre selskaper?

Det kan også være relevant å vurdere om verdivurderinger fra større transaksjoner kan legges til grunn for fastsetting av formuesverdi. Eksempler på transaksjoner som det kan være relevant

å vurdere er salg av betydelige aksjeposter mellom uavhengige parter, eller emisjoner av en viss størrelse. En nedre grense på transaksjonsstørrelse virker fornuftig for å sikre at transaksjonene er basert på gjennomarbeidede verdivurderinger, og at de representerer reelle transaksjoner.

En utfordring med å bruke slike transaksjoner som utgangspunkt for fastsetting av formuesverdi er at transaksjonene naturligvis kun vil reflektere verdsettelsen på transaksjonstidspunktet. Det vil dermed oppstå en problemstilling knyttet til hvor lenge slike transaksjoner er relevante for fastsetting av formuesverdi. Det er ikke opplagt at slike transaksjoner vil kunne brukes til fastsetting av formuesverdi, men det er et interessant område som har potensiale til å kunne bidra til å løse utfordringen med dagens system.

Andre mulige forbedringer av dagens system

Utover å legge til grunn markedsverdier for å fastsette formuesverdi for ikke-børsnoterte selskaper, kan det også vurderes om det vil være fornuftig å endre verdsettelsestidspunktet for disse selskapene, samt aksjerabatten som gis på slike selskaper.

Som diskutert av eksempelvis Scheel-utvalget (NOU 2014:13), åpner verdsettelsestidspunktet med dagens system for skattetilpasninger. Begrunnelsen for dagens løsning fremstår som praktisk heller enn teoretisk begrunnet. Det virker dermed fornuftig å utrede hvorvidt ordningen kan forbedres.

Videre fremstår det som et paradoks at det i dag gis en verdsettelsesrabatt på 25 prosent av beregnede ligningsverdier til ikke-børsnoterte selskaper. Både denne masterutredningen og flere før oss har vist at ligningsverdier i gjennomsnitt gir en verdsettelsesrabatt i størrelsesorden 60 til 70 prosent. Dermed virker det uheldig at det gis en ytterligere rabatt på denne allerede undervurderte verdien.

5. Avslutning

5.1 Konklusjon

I oppgaven har vi vurdert hvordan reglene for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte aksjer kan forbedres. Analysen er gjennomført med utgangspunkt 396 observasjoner fordelt på 162 selskaper notert på Euronext Growth og Euronext NOTC i perioden 2013 til 2021.

Vår analyse viser at ligningsverdien til ikke-børsnoterte selskaper er betydelig lavere enn selskapenes markedsverdi. Ligningsverdiene utgjør 32 prosent av markedsverdier, tilsvarende en verdsettelsesrabatt på 68 prosent.

Vi har videre testet de to sveitsiske modellene for verdsettelse av ikke-børsnoterte selskaper. Estimert verdi med modell 1 og modell 2 er i gjennomsnitt 33 prosent og 31 prosent av markedsverdi. Videre finner vi at modellene gir lavere estimert verdi enn ligningsverdi for selskaper som ikke er klassifisert som holding-, kapitalforvaltnings-, finansierings- og eiendomsselskaper. Vi finnes også at modellen treffer bedre på selskaper som har positivt resultat sammenlignet med selskaper med negativt resultat. For ikke-finansielle selskaper med positivt resultat, estimerer den sveitsiske modellen en verdi som i snitt utgjør 58 prosent av markedsverdi.

Oppgaven vurderer flere praktiske og teoretiske utfordringer som kan være relevante om en modell inspirert av Sveits skulle blitt innført i Norge. Sentrale utfordringer med modellen er for lav verdsettelse av selskaper med negativt resultat, at bokført egenkapital i begrenset grad reflekterer faktisk markedsverdi, og bruk av én felles diskonteringsrente for alle selskaper. Videre kan det oppstå utfordringer knyttet til å likebehandle selskaper med ulik finansieringsstruktur, håndtere muligheter for skattetilpasninger, samt unngå at modellen oppleves som tilfeldig.

Motivert av svakheter og begrensninger av den sveitsiske modellen, har vi avslutningsvis vurdert en mulig tilpasning av den sveitsiske modellen, en alternativ modell til den sveitsiske, i tillegg til andre mulige forbedringer av det norske systemet. Ved å legge inn ligningsverdi som et nedre gulv i den sveitsiske modellen, øker det vektede gjennomsnittet fra 33 prosent til 39 prosent beregnet med modell 1. Den alternative modellen tar utgangspunkt i å kapitalisere gjennomsnittlig driftsresultat de siste tre årene for å beregne virksomhetsverdi. Egenkapitalverdien bestemmes deretter ved å trekke fra rentebærende gjeld. Modellen

estimerer verdier som i snitt tilsvarer 35 prosent av markedsverdier. Videre foreslår vi å bruke markedsverdier til fastsetting av formuesverdi for selskaper notert på Euronext Growth, vurdere å gjøre det samme for selskaper på Euronext NOTC, fjerne verdsettelsesrabatten på ikke-børsnoterte selskaper, samt utrede mulighetene for å endre verdsettelsestidspunktet for disse selskapene for å motvirke skattetilpasninger.

5.2 Svakheter ved oppgaven

Oppgavens problemstillinger analyseres med utgangspunkt i selskaper notert på Euronext Growth og Euronext NOTC. Som diskutert i kapittel 3.6 - *Vurdering av utvalgets representativitet* er det klart at disse selskapene ikke nødvendigvis er representative for andre ikke-børsnoterte selskaper på en rekke sentrale områder. Det er dermed ikke gitt at oppgavens konklusjoner er direkte overførbare til andre ikke-børsnoterte selskaper.

Videre baseres analysen på et relativt begrenset antall observasjoner. Det ville vært en betydelig fordel om analysen ble gjort på bakgrunn av et større og mer variert datagrunnlag.

5.3 Forslag til videre forskning

Det ville vært interessant å gjøre tilsvarende beregninger som gjort i denne oppgaven på et større datagrunnlag. En naturlig utvidelse av datagrunnlaget kan være å inkludere data fra 1) salg av aksjeposter mellom uavhengige parter, 2) emisjoner og 3) selskaper som nylig er blitt børsnotert, og som dermed fortsatt har en relevant ligningsverdi. Et større datagrunnlag vil gi en mer robust analyse.

Resultatene fra den sveitsiske og den alternative modellen, klarer kun i begrenset grad å estimere selskapsverdier som er nærmere markedsverdier enn dagens ligningsverdier. Utfordringen med å utarbeide metoder for fastsetting av formuesverdi for ikke-børsnoterte aksjer fremstår dermed fremdeles uløst, og er et område som kan videreutvikles. Det kunne vært interessant å undersøke om andre sjablongmessige modeller kan estimere selskapsverdier bedre, og om for eksempel maskinlæring kan benyttes i fremtiden. Videre kan det være interessant å vurdere en rendyrket kapitaliseringsmodell, og hvordan den kan håndtere selskaper med negativt resultat.

En annen interessant mulighet er å forfølge hvordan ikke-børsnoterte selskaper verdsettes i andre land enn Sveits og Norge.

6. Litteraturliste

- Aaberge, R., Modalsli, J. H., & Vestad, O. L. (2020). *Ulikheten – betydelig større enn statistikken viser*. Statistisk sentralbyrå. <https://www.ssb.no/inntekt-og-forbruk/artikler-og-publikasjoner/ulikheten-betydelig-storre-enn-statistikken-viser>
- Aarbakke, M. (2022a). *Skatteplanlegging*. Store norske leksikon. <https://snl.no/skatteplanlegging>
- Aarbakke, M. (2022b). *Skatteunndragelse*. Store norske leksikon. <https://snl.no/skatteunndragelse>
- Abrahamsen, T. & Sveen, L. M. (02.03.2022). *Dette bør du vite i tilknytning til en notering på Euronext Growth*. Thommesen. <https://www.thommessen.no/aktuelt/euronext-growth>
- Advani, A., Chamberlain, E., & Summers, A. (2020). *A wealth tax for the UK*. Wealth Tax Commission. <https://dx.doi.org/10.47445/WealthTaxFinalReport>
- Alstadsæter, A., Fjærli, E. & Thoresen, T. O., (2006). *4. Om bakgrunnen for og utformingen av skattereformen i 2006**. Statistisk Sentralbyrå. <https://www.ssb.no/a/publikasjoner/pdf/sa77/kap.4.pdf>
- Andresen, M. E., & Bø, E. E., (2022) *Verdsetting av unoterte selskaper*. Statistisk Sentralbyrå (SSB). <https://www.ssb.no/virksomheter-foretak-og-regnskap/skatt-for-naeringsvirksomhet/artikler/verdsetting-av-unoterte-selskaper>
- Banoun, B. (2020). Norway. *Wealth Tax: Norway*. Wealth Tax Commission. https://www.wealthandpolicy.com/wp/BP138_Countries_Norway.pdf
- Bätcke, C., & Thorsen, D.E. (2022). *Kanton*. Store norske leksikon. <https://snl.no/kanton>
- BDO (2022). *Blogg: Endringer i reglene for utflyttingsskatt på aksjer*. BDO. <https://www.bdo.no/nb-no/bloggen/endringer-i-reglene-for-utflyttingsskatt-paa-aksjer>
- Birkenes, S. & Lilland, O. G., (2018). *Formuesskatt på børsnoterte aksjer – Analyse av verdsettelsesgrunnlaget for børsnoterte og ikke-børsnoterte aksjer*. Masteroppgave, NHH. <https://hdl.handle.net/11250/2585671>

Bjerksund, P. & Schjelderup, G. (05.03.2019). *Høyesterett bryter Grunnloven*. Dagens Næringsliv. <https://www.dn.no/innlegg/okonomi/finans/renter/hoyesterett-bryter-grunnloven/2-1-556647>

Bjerksund, P. & Schjelderup, G. (2022). Investor asset valuation under a wealth tax and a capital income tax. *International Tax and Public Finance*, 29. 873-889. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10797-021-09691-0>

Bjerksund, P. & Schjelderup, G. (2021). Aksjonærmodellen og fritaksmetoden: Et tohodet troll. *Samfunnsøkonomen*, 35(4), 43-52.

Booth, R. (2001). Minority Discounts and Control Premiums in Appraisal Proceedings. *The Business Lawyer*, 57(1), 127-161. <https://www.jstor.org/stable/40688056>

Boye, K. (2007). Rabatt ved omsetning av aksjer i ikke-børsnoterte selskaper. *Praktisk økonomi og finans* 23(2) 79-83. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2007-03-10>

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13. utg). McGraw-Hill Education.

Bunn, D. & Hogreve, L. (2022). *International Tax Competitiveness Index 2022*. Tax Foundation. <https://taxfoundation.org/2022-international-tax-competitiveness-index/#Rankings>

Bütler, S. & Neff, R. (2022a). *Tax valuation of unlisted shares*. KPMG. <https://home.kpmg/ch/en/blogs/home/posts/2022/03/tax-valuation-of-unlisted-shares.html>

Bütler, S. & Neff, R. (2022b). *Tax valuation of unlisted shares*. KPMG. <https://home.kpmg/ch/de/blogs/home/posts/2022/04/tax-valuation-of-unlisted-shares.html>

Bütler, S. & Neff, R. (2022c). *Tax valuation of unlisted shares*. KPMG. <https://home.kpmg/ch/en/blogs/home/posts/2022/06/tax-valuation-of-unlisted-shares-3.html>

Campbell, J.Y. & Shiller, R.J., (1988). The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors. *Review of Financial Studies*, 1, 195-228.

Campbell, J. Y. & Shiller, R.J., (1998). Valuation ratios and the long-run stock market outlook. *The Journal of Portfolio Management*, 24(2), 11-26.

Cochrane, J. H. (1999). New facts in finance. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives*, 23, 36-58.

Dahl, C. & Fougner, A. (2019). *Næringseiendom fra et formuesskattperspektiv: En studie av utvikling i verdsettelsesrabatt innenfor næringseiendom og formuesskattmessig favorisering av sentrale strøk*. Masteroppgave, NHH. <http://hdl.handle.net/11250/2628186>

Dahl, G. (2011). Oversikt over ulike verdsettelsesmetoder. *Praktisk økonomi og finans*, 27 (2). 3–14. <https://doi.org/10.18261/ISSN1504-2871-2011-02-02>

Daly, S., Hughson, H. & Lutznhiser, G. (2020). *Valuation under a wealth tax*. Wealth Tax Commission Evidence Paper no.9 (revised).

Damodaran, A (2005). *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*. Stern School of Business. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>

Damodaran, A. (u.d.) *Valuing Private Firms*. Stern School of Business. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/pvtfirmval.pdf>

Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M., (2017). *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017*. Credit Suisse. <https://www.credit-suisse.com/media/assets/corporate/docs/about-us/research/publications/credit-suisse-global-investment-returns-yearbook-2017-en.pdf>

Drometer, M., Frank, M., Pérez, M. H., Rhode, C., Schworm, S. & Sitteneder, T. (2018). *Wealth and Inheritance Taxation: An Overview and Country Comparison*. IFO. <https://www.ifo.de/DocDL/dice-report-2018-2-drometer-frank-hofbauer-p%C3%A9rez-rhode-schworm-stitteneder.pdf>

Eckert, J. B. & Aebi, L. (2020). *Wealth Taxation in Switzerland*. Wealth Tax Commission Background Paper

Edson, C., (2012). *The capital constraining effects of the Norwegian wealth tax*, SSB DP nr. 724. <https://www.ssb.no/forskning/discussion-papers/the-capital-constraining-effects-of-the-norwegian-wealth-tax>

Erismann, M. (20.05.2022). *Valuation of unlisted companies for tax purposes. Eight questions and answers*. Credit Suisse. <https://www.credit-suisse.com/ch/en/articles/private-banking/unternehmensbewertung-berechnung-mit-neuem-kapitalisierungssatz-202204.html>

Euronext (2022) *Going Public with Euronext: Choosing the right market for your company*. Euronext: <https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/choosing-market>

Fagerbakk, K. M. & Tilley, S. G. (2021). *The Wealth Tax' Impact on Stock Exchange Listings: A comparative case study of wealth tax abolition's effect on stock exchange listings through the synthetic control method*. Masteroppgave NHH. NHH Brage <https://hdl.handle.net/11250/2981964>

Fama, E. & French, K., (1988). Dividend yields and expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 19, 3-29.

Fama, E. & French, K., (1989). Business Conditions and Expected Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 25, 23-49.

Finansdepartementet (2009). *Høringsnotat – Forskriftsbestemmelser til ny metode for formuesverdsettelse av utleid næringseiendom*. Regjeringen. https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fin/vedlegg/sl/horingsnotat/2009/hoeringsnotat_mp.pdf

Finanstilsynet (2022). *Euronext Growth Oslo – Tematilsyn med handelsplassen, verdipapirforetak og revisjonsselskaper 2021*. Finanstilsynet. <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/293fc2101d0643009da1ff27aab79037/euronext-growth-oslo-rapport.pdf>

Finnevolden, M. N. & Guldbrandsen, T. A. H. (2015). *En analyse av formuesskattens innvirkning på vekstselskaper: En empirisk studie av norske gasellebedrifter*. Masteroppgave, NHH. NHH Brage: <https://openaccess.nhh.no/nhh-xmlui/handle/11250/300524>

Follmi & Martinez (2017). Volatile Top Income Shares in Switzerland? Reassessing the Evolution between 1981 and 2010. *The Review of Economics and Statistics*, 99(5): 793–809.

FSFIN (2000). Forskrift til utfylling og gjennomføring mv. av skatteloven av 26. mars 1999 nr. 14. (FOR-2022-10-28-1808). Lovdata:

<https://lovdata.no/forskrift/1999-11-19-1158>

Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademiske Forlag.

Gobel, M. N., & Hestdal, T., (2015) *Formuesskatt på unoterte aksjer – En analyse av ulikheter i verdsettelsesgrunnlaget til børsnoterte og unoterte aksjer*. Masteroppgave, NHH.

<http://hdl.handle.net/11250/2382998>

Granly, E.S. & Johansen, P.V. (2021). *Gunstige formuesskatteregler kan gi betydelig skattebesparelse*. PwC. <https://blogg.pwc.no/skattebloggen/gunstige-formuesskatteregler-kan-gi-betydelig-skattebesparelse>

Hail, L. (2013). *Financial Reporting and Firm Valuation: Relevance Lost or Relevance Regained?* <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2200428>

Hansen, E. & Sandvik, B. (2022). Formuesskatt og redusert skattegrunnlag for aksjer. *Samfunnsøkonomen*, 36(1). 40-45

<https://samfunnsokonomene.no/app/uploads/2022/02/Samfunnsokonomene-nr-1-2022.pdf>

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. Fagbokforlaget: Bergen

Karlson, T. & Rønning, W. (2021). *Salg av unoterte selskaper til utlandet fra et formuesskattsperspektiv: En empirisk analyse av formuesskattens påvirkning på salg av unoterte selskaper til utlandet*. Masteroppgave, NHH.

Kinserdal, F. (2021a) *F2a – Ulike verdsettelsesmodeller*. Publisert på NHH sin Canvasside

Kinserdal, F. (2021b) *F7a – Skatt*. Publisert på NHH sin Canvasside

Kinserdal, F. (2021c) *F8 – Avkastningskrav*. Publisert på NHH sin Canvasside

Kinserdal, F. (2021d) *F11a – Illikviditet, konkursrisiko*. Publisert på NHH sin Canvasside

KPMG. (2020). *The Swiss Law on Accounting and Financial Reporting*. KPMG.
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/explanation-of-the-most-important-provisions.pdf>

Knudsen, G., Brekke, S. & Gårseth-Nesbakk, L. (18.02.2020). *Aksjeselskap*. Store Norske Leksikon. <https://snl.no/aksjeselskap>

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2020). *Valuation*. (7. utg.). John Wiley & Sons: New Jersey

Kopczuk, W. (2019). Comments and Discussion. *Brookings Paper on Economic activity fall, 512-526*. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2020/10/Saez-Zuchman-final-draft.pdf>

KPMG (2020). *The Swiss Law on Accounting and Financial Reporting*. KPMG.
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/explanation-of-the-most-important-provisions.pdf>

Lev, B. & Gu, F. (2016). *The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*. John Wiley & Sons Inc.

Luckhaupt, H., Reding, R. & Schwizer, M. (18.01.2022). *Valuation of companies – new practice of the Swiss tax authorities*. MME.
<https://www.mme.ch/en/magazine/articles/valuation-of-companies-new-practice-of-the-swiss-tax-authorities>

Meld. St. 11 (2010 – 2011). Evaluering av skattereformen 2006. Finansdepartementet.
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld-st-11-2010--2011/id637012/?ch=1>

Mirrlees, J. et al. (2011). *Tax by design* (Vol.2). Oxford University Press.
<https://ifs.org.uk/books/tax-design>

Mjøøs, A. & Bienz, C. (30.04.2015). *Formuesskatt og børsnoteringer*. Aftenposten.
<https://www.aftenposten.no/meninger/debatt/i/5kMz/formuesskatten-og-boersnoteringer>

Mjøøs, A. & Selle, S., F. (2022). *Regnskapsdatabasen – Norwegian Corporate Accounts. Documentation and quality assurance of SNF and NHH's database of accounting and corporate information on Norwegian companies*. SNF Report No. 04/22.

Møen, J. & Schjelderup, G. (2018). Formuesskatten og kapitaltilgang. *Samfunnsøkonomen* 32(2) 18-23.

<https://samfunnsokonomene.no/app/uploads/2019/04/Samfunns%C3%B8konomen-nr-2-2018-2.pdf>

Nedrelid, A. (2013). Virkelig verdi ved innløsning av aksjer- premissene for verdsettelse i Norway Seafoods- og Flesberg-dommene kan begrunnes i samme verdsettelsesprinsipp. *Tidsskrift for forretningsjus* 19(2). 198-246.

<https://doi.org/10.18261/ISSN0809-9510-2013-03-02>

Nelder, J. (2020). *Valuation of unincorporated businesses (sole traders and partnerships) and shareholdings in private companies*. Wealth Tax Commission Background Paper.

Norges Bank (2022). *Om beregning av rente på statsobligasjoner*. Norges Bank.

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/Om-beregning-av-rente-pa-statsobligasjoner/>

Norges Bank (2022b). *Statsgjelden – Kvartalsrapport*. Norges Bank.

<https://www.norgesbank.no/contentassets/5a19bd76fc4f4a4b84b21104c82ce092/kvartalsrapport-q3-no.pdf?v=10/14/2022103633&ft=.pdf>

Norges Bank (2022c) *Statsrenter – syntetiske renter opphørt*. Norges Bank.

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/syntetiske-renter/>

Norges Bank (2022d) *Statsrenter* Norges Bank.

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/>

NOU 2014:13. (2014) *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. Finansdepartementet.

<https://www.regjeringen.no/contentassets/bbd29ff81485402681c6e6ea46655fae/no/pdfs/nou201420140013000dddpdfs.pdf>

OECD. (2018). *The Role and Design of Net Wealth Taxes in the OECD*, *OECD Tax Policy Studies*, 26. <https://doi.org/10.1787/9789264290303-en>

PwC (2021). *Risikopremien i det norske markedet 2021*. PwC
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

PwC (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. PwC.
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Pareto Securities (u.d.) *Euronext Growth*. Pareto Securities.
<https://www.paretosec.no/emisjoner/emisjoner-hos-pareto/euronext-growth>

Petersen, C., Plenborg, T. & Kinserdal (2021). *Financial Statement Analysis*. Fagbokforlaget: Bergen

Pfenninger, S., & Bieri, M. (u.d.) *Wealth tax on unlisted securities – new rules valid as of 1.1.2021*. Taxpartner.
https://taxpartner.ch/app/uploads/2021/12/211201_Wealth-tax-on-unlisted-securities-%E2%80%93-new-rules-valid-as-of-1.1.2021.pdf

Pratt, S. P. & Grabowski, R., J. (2014) *Cost of capital* (5. utg.). Wiley.

Ramallo, A. (2020). *Spain*. Wealth Tax Commission Background Paper.

Ryan, D. (2020). *Valuation of businesses and intellectual property assets*. Wealth Tax Commission Background Paper.

Saez, E. & Zucman, G. (2019). Progressive wealth taxation. *Brookings Paper on Economic Activity Fall 2019*, 437-533.

Sakkestad, M. & Skarsgaard, K. K. (2013). *Den norske formuesskatten: En analyse av skattens virkninger på små og mellomstore bedrifter*. Masteroppgave, NHH. NHH Brage.
<http://hdl.handle.net/11250/169879>

Sandford, C., Willis, J., & Ironside, D. (1975). *An Annual Wealth Tax*. Heinemann Educational Publishers.

Scheuer, F. & Slemrod, J. (2021). Taxing our wealth. *Journal of Economic Perspectives* 35(1), 207-30.

Schjelderup, G. (2021a) F2 – *Det norske skattesystemet*. Publisert på NHH sin Canvasside.

Schjelderup, G. (2021b) F3 – *Emner om skatt*. Publisert på NHH sin Canvasside.

Schjelderup, G. (2021c) F8 – *Eiendom og skatt*. Publisert på NHH sin Canvasside.

Schweizerische Steuerkonferenz (SSK) (2008). *Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer* - Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008.

https://www.steuerkonferenz.ch/downloads/kreisschreiben/KS_28_Final_D_20180326.pdf

Skatteetaten (2022) Skatte-ABC

<https://www.skatteetaten.no/rettskilder/type/handboker/skatte-abc/>

Skatteetaten (u.d.) *Sats for: Alminnelig inntekt*.

<https://www.skatteetaten.no/satser/alminnelig-inntekt/?year=2013#rateShowYear>

Skatteloven. *Lov av 1999-03-06 nr 14: Lov om skatt av formue og inntekt (skattloven)*.

Hentet fra: https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14/KAPITTEL_5#KAPITTEL_5

Statistisk sentralbyrå (2022a). 10748: *Renter på nye boliglån, etter utlånstype, sektor og bindingstid. Utvalg av banker og kredittforetak (prosent) 2013M12 - 2022M09*. SSB.

<https://www.ssb.no/statbank/table/10748/>

Statistisk Sentralbyrå (2022b). 10309: *Virksomheter, etter næringshovedområde (SN2007) og antall ansatte (K) 2009 – 2022*. SSB.

<https://www.ssb.no/statbank/table/10309/>

Thoresen, T.O., Ring, M.A., Nygård, O.E. & Epland, J. (2021). *A wealth tax at work*.

Statistisk sentralbyrå. <https://www.ssb.no/en/inntekt-og-forbruk/skatt-for-personer/artikler/a-wealth-tax-at-work>

Tirard, J.M. (2020). *Wealth taxes in France (France 2)*. Wealth Tax Commission Background Paper

Verdipapirforetakenes Forbund (12.10.2018) *Beskrivelse av hvordan OTC-systemet fungerer*. NOTC. <https://www.notc.no/Om-NOTC>

Wagner, A., & Ziegler, A. (2019). *Gutachten zur Überprüfung des Kapitalisierungszinssatzes KS 28*. Universität Zürich.

https://www.steuerkonferenz.ch/downloads/Dokumente/Kreisschreiben/Gutachten_Kapitalisierungszinssatz_KS28.pdf

Yahoo Finance (2022a). *Tesla, Inc. (TSLA)*.

<https://finance.yahoo.com/quote/TSLA/balance-sheet?p=TSLA>

Yahoo Finance (2022b) *Tesla Market Cap*.

https://ycharts.com/companies/TSLA/market_cap

Zimmer, F. (2015). Formuesskatt, Sandbu og Piketty. *Nytt Norsk Tidsskrift* 32(1), 91-93.

<https://doi-org.ezproxy.nhh.no/10.18261/ISSN1504-3053-2015-01-10>