

## **Formuesskatt på unoterte aksjer**

### **- en analyse av ulikheter i verdsettelsesgrunnlaget til børsnoterte og unoterte aksjer**

*av Maria Nyrud Gobel og Thea Hestdal, master i Økonomisk styring ved Norges Handelshøyskole, høsten 2015.*

**Scheel-utvalget påpeker at formuesskatten svekker incentivet til å børsnotere et selskap. Vi har derfor studert verdsettelsesgrunnlaget for aksjer i unoterte og børsnoterte selskaper i to utvalg der både ligningsverdi og markedsverdi er kjent. Vår analyse viser at den samlede verdsettelsesrabatten var 68 % for 133 selskaper som ble omsatt på OTC-listen i årene 2007–2014 og 91 % for 61 selskaper som gikk på børs i samme periode.**

Det er store forskjeller i verdsettelsesgrunnlaget for aksjer i børsnoterte og unoterte selskaper. Børsnoterte aksjer verdsettes til markedsverdi og dermed selskapenes forventete framtidige inntjening. Unoterte aksjer lignes med utgangspunkt i bokførte verdier som reflekterer historiske kostnader. Vi har studert aksjer i unoterte selskaper med utgangspunkt i 133 selskaper registrert på OTC-listen (Over The Counter). Disse selskapene er blant de mest omsatte unoterte selskapene i Norge. I tillegg til å få fastsatt ligningsmessig formuesverdi som unotert aksjeselskap, har de også en offentlig markedsverdi. Vår analyse viser at disse selskapene har en gjennomsnittlig størrelsesvektet verdsettelsesrabatt på 68 %.

Verdsettelsesrabatten ser ut til å øke med blant annet gjeld, alder og andelen fast eiendom og immaterielle eiendeler. Stort innslag av markedsbaserte investeringer og bankinnskudd gir derimot lav verdsettelsesrabatt.

Til tross for en høy gjennomsnittlig verdsettelsesrabatt var det stor variasjon i rabatten mellom de ulike selskapene. 22 % av selskapene i utvalget vårt hadde null eller negativ ligningsverdi, og en like stor andel hadde en ligningsverdi som var høyere enn markedsverdien. Naturlig nok var det spesielt mange selskaper med ligningsverdi høyere enn markedsverdi under finanskrisen.

I et utvalg på 61 nylig børsnoterte selskaper fant vi at verdsettelsesrabatten ville vært 91 % dersom de hadde fortsatt å være unoterte.

22 OTC-selskaper ble børsnotert i perioden. Vi fant at deres verdsettelsesrabatt var 13 prosentpoeng høyere enn rabatten til de selskapene som ikke ble børsnotert. Dette resultatet var noe overraskende siden tap av verdsettelsesrabatt isolert sett taler mot børsnotering. Funnet skyldes trolig at høy markedsverdi relativt til ligningsverdi indikerer at selskapet har stort vekstpotensial. Børsnotering gir tilgang til den kapitalen som trengs for å realisere dette potensialet. Det ser ut til at eksisterende eiere legger større vekt på dette enn på tapet av verdsettelsesrabatten. Hvor mange flere selskaper som ville gått på børs dersom de ikke hadde mistet verdsettelsesrabatten kan imidlertid ikke oppgaven gi svar på.