

SNF-rapport nr. 14/08

Utvikling av eierstrukturen på Oslo Børs

**En beskrivelse av eierstrukturutviklingen for
børsnoterte selskaper i perioden 1994 – 2007**

av

**Trond Døskeland
Aksel Mjøs**

SNF-prosjekt nr. 7260
Utvikling av eierstruktur på Oslo Børs

Prosjektet er finansiert av Folketrygdfondet

SAMFUNNS- OG NÆRINGSLIVSFORSKNING AS
Bergen, 22. august 2008

© Dette eksemplar er fremstilt etter avtale
med KOPINOR, Stenersgata 1A, 0050 Oslo.
Ytterligere eksemplarfremstilling uten avtale
og i strid med åndsverkloven er straffbart
og kan medføre erstatningsansvar.

ISBN 978-82-491-0582-3 Trykt versjon
ISBN 978-82-491-0583-0 Elektronisk versjon
ISSN 0803-4036

Innholdsfortegnelse

1. Sammendrag og hovedkonklusjoner	1
1.1 Prosjektmandat	1
1.2 Hovedkonklusjoner	1
- Eiersektorer	1
- Eierkonsentrasjon	2
- Investorenes porteføljer	2
1.3 Oppsummering	2
2.0 Innledning	4
2.1 Utviklingstrekk i børsmarkedet 1994-2007	4
2.2 Selskapsrelaterte forhold	6
2.3 Investorrelaterte forhold	10
3.0 Eierskapsrelaterte problemstillinger	12
3.1 Corporate governance	12
3.2 Aktivt eierskap og aktiv forvaltning	13
4.0 Datagrunnlag	16
5.0 Eiersektorenes utvikling	18
5.1 Markedsavgrensning	18
5.2 Sektormessig utvikling	23
5.2.1 Privatpersoner	23
5.2.2 Private selskaper	25
5.2.3 Verdipapirfond	26
5.2.4 Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser	27
5.2.5 Bank og forsikring	28
5.2.6 Stat og kommune	29
5.2.7 Utenlandske aksjonærer	30
5.3 Aktive eiersektorer	30
5.4 Mellomklaseselskaper	32
6.0 Eierkonsentrasjon	33
6.1 Analysemetodikk og selskapsutvalg	33
6.2 Største aksjonærs eierandel	35
6.3 De største eiernes andeler	37
6.3.1 5 største aksjonærs andel	38
6.3.2 10 største aksjonærs andel	39
6.3.3 25 største aksjonærs andel	40
6.3.4 Kvintilanalyse av de 10 og 34 største aksjonærs eierandeler	41
6.3.5 Analyse av nymoterte selskaper	42
6.3.6 Analyse av selskaper som går av børs	43
6.3.7 Kommentar:	44
6.4 Fordeling av eierandeler	45
6.4.1 Antall til 10 % samlet andel	46
6.4.2 Antall til 34 % samlet andel	47
6.4.3 Antall til 50 % samlet andel	48
6.4.4 Kvintilanalyse av antall aksjonærer for å nå samlede eierandeler	49
6.4.5 Analyse av selskaper som nylig er børsnotert	51
6.4.6 Analyse av selskaper fram mot delisting	52
6.4.7 Kommentar	52

6.5	Eierkonsentrasjon – indekser	52
6.5.1	Konsentrasjonsindeks innenfor 10 % eierskap.....	53
6.5.2	Konsentrasjonsindeks innenfor 34 % eierskap.....	54
6.5.3	Konsentrasjonsindeks innenfor 50 % eierskap.....	55
6.5.4	Konsentrasjonsindeks innenfor eierandeler etter kvintiler.....	55
6.5.5	Konsentrasjonsindeks etter børsnotering	57
6.5.6	Konsentrasjonsindeks for selskaper som tas av børs	58
6.5.7	Spredning av konsentrasjonsindeksen.....	59
6.5.8	Kommentar.....	59
7.	Norske børsnoterte aksjer som del av investorenes porteføljer.....	60
7.1	Antall aksjer i sektorenes porteføljer	60
7.2	Investorenes plassering blant de største eierne	67
7.3	Overvekt versus undervekt i de ulike sektorene.....	73
8.0	Aktuelle tema	86
8.1	Livselskapenes investeringsstrategier 1994-2007	86
8.2	Private aksje-/investeringsselskapers utvikling.....	89
8.3	Utenlandske aksjonærers investordferd.....	92
8.4	Orklas eiermessige historikk	94
8.5	Opticom – indeksforvaltningens effekter	97
9.0	Oppsummering og videre analysetema	100
	Vedlegg:	101
	Vedlegg 1: Kravspesifikasjon for dataleveransen fra VPS.	101
	Vedlegg 2: Inndelinger av aksjonærsektorer.....	103
	Vedlegg 3: Utvelgelse av private investeringsselskaper	105
	Vedlegg 4: Bransjesektorer Oslo Børs 1994-2007.....	106

1. Sammendrag og hovedkonklusjoner

1.1 Prosjektmandat

Prosjektets motivasjon og mandat ble fastlagt i et eget plandokument datert 6.12.07:

”Eierrollen i det norske aksjemarkedet har gjennomgått store endringer de siste årene. Bevisstheten rundt hva som er god eierstyring og selskapsledelse, etiske krav til selskapene og stadig økte standarder knyttet til dokumentasjon og informasjon er sentrale utviklingstrekk i Norge som internasjonalt. Samtidig med denne utviklingen skjer det en fragmentering av faktisk eierinvolvering i enkeltelskaper og derfor incentiver til eiermessig handlekraft. Denne fragmenteringen består i stadig bredere og mer internasjonalt diversifiserte aksjeporteføljer både hos norske og internasjonale institusjonelle investorer som typisk holder norske aksjer. Privatpersoner har redusert sin andel av direkte-eide norske aksjer til fordel for fond og generelt mer internasjonale porteføljer, mens den økte andelen utenlandske investorer også forventes å ha et mer distansert forhold til aktivt eierengasjement. Dette prosjektets målsetting er å kvantifisere og analysere de sistnevnte utviklingstrekk for å gi bedre forståelse av endringene i eierinvolvering og derfor et grunnlag for å vurdere hensiktsmessige tiltak.

Prosjektet vil bestå av to hoveddeler, hhv. beskrivelse og analyse av eierskapsendringer på Oslo Børs. Målet er at rapporten skal være et godt utgangspunkt for dypere forståelse av endringene på Oslo Børs i perioden 1990-2007. Den kan også danne grunnlag for videre analyser av aksjonærensengasjement og eierstyring, samt å bedre forstå både årsaker til og virkninger av disse endringene. Rapporten kan også åpne for forskning langs andre dimensjoner, for eksempel på porteføljevalg og corporate governance problemstillinger fra investor-perspektivet mer generelt.”

Analysene ser på utvikling i sektormessig eksponering, selskapsmessig eierstruktur og investorenes porteføljer. Vi har ikke på dette grunnlag analysert årsaks- og virknings-sammenhenger og kan derfor ikke vurdere om denne utviklingen har noen sammenheng med avkastning og verdiutvikling for aksjer på Oslo Børs.

1.2 Hovedkonklusjoner

Prosjektet har analysert aksjonærsektorenes andeler av Oslo Børs, eierstrukturen for enkeltelskaper og sammensetningene av investorgruppers porteføljer. Analysene er gjort ved bruk av kvartalsvise data for alle selskapene på Oslo Børs i perioden januar 1994 til desember 2007. Statens privatiseringer (Statoil/StatoilHydro, Telenor og Cermaq) er utelatte fra analysen på grunn av sin størrelse og at eierstrukturen for disse selskapene som kan overskygge analysen for øvrig. Våre hovedfunn er følgende:

- Eiersektorer

Utenlandske aksjonærer er den største eiersektoren etter en jevn vekst i hele perioden, private selskaper er nest største sektor og har økt betydelig de siste årene, mens statens andel er fallende når vi ekskluderer de privatiserte selskapene. Denne grovdelingen er den samme om vi hadde inkludert de privatiserte selskapene selv om staten da ville fått en større andel. Husholdningenes og institusjonelle investorers andel har falt jevnt i hele perioden. Et unntak er den relativt kortvarige økningen for verdipapirfond og unit link –livselskaper på slutten av 90-tallet, men også denne ble fulgt av store fall slik at andelen samlet falt over hele perioden.

Økt fokus på internasjonal diversifisering av de fleste aksjeporteføljer antas å forklare mye av denne utviklingen. I et eierperspektiv har andelen av antatt eiermessig aktive sektorer falt fra rundt 45 % til rundt 25 %. Det preger også eierbildet at en vesentlig del av de utenlandske aksjonærene investerer via forvalterkonti (nominees) og er derfor i utgangspunktet anonyme overfor selskapene. Basert på sektorfordelingene blant aksjonærene er det derfor indikasjoner på at det har blitt færre aktive og engasjerte eiere i de børsnoterte selskapene, dvs. eiere som deltar i generalforsamlinger, tar styreplass eller på andre måter aktivt påvirker den forretningsmessige styringen av selskapene.

- Eierkonsentrasjon

Analysene av eierandel for ulike grupper av de største eierne, hvor mange aksjonærer som kreves for å nå visse eiergrenser og den innbyrdes konsentrasjonen innen disse gruppene viser moderate endringer over tid. Det mest interessante utviklingstrekket er at det for alle alternative utvalgs-kriterier ser ut til at eierkonsentrasjonen blant de største eierne har hatt en sterk oppgang de siste 2-3 årene av perioden. Oslo Børs har også høy konsentrasjon blant aksjonærene sammenlignet med internasjonale statistikker over eierkonsentrasjon. Hensyntatt markedsverdi ville en inkludering av de privatiserte selskapene (Statoil, StatoilHydro, Telenor og Cermaq) ha gitt ytterligere økte konsentrasjonstall på grunn av statens fortsatte eierskap.

- Investorenes porteføljer

De ulike investorsektorene preges av forholdsvis ulik utvikling, men de fleste viser en eksponering mot færre aksjer, men samtidig har de norske aksjonærsektorene en fallende andel investert på Oslo Børs. Dette gjelder i særlig grad livselskaper, aksjeselskaper og verdipapirfond. Utenlandske kjente aksjonærer investerer i større grad aktivt avvikende fra MSCI World Index' selskapene på Oslo Børs, mens nominee-aksjonærene (anonyme forvalterregistrerte aksjonærer) stort sett investerer etter denne indeksen. Dette indikerer at det bak nomineene ikke ligger norske aksjonærer som ønsker anonym opptreden.

1.3 Oppsummering

Vi analyserer eierskap på Oslo Børs langs to dimensjoner:

- *Selskapene:* Hvordan ser børsens og selskapenes eiersammensetning ut?
- *Investorene:* Hvem er aksjonærene? – sektorkategorisering og samlede investeringsporteføljer

Analysen beskriver hvordan de børsnoterte selskapenes eies. Ved å se på både selskaps- og investor- dimensjonene dekker vi både utviklingen i det enkelte selskaps egen aksjonærstruktur over tid, samt fanger opp investorperspektivet for aksjonærens samlede investeringer. Eksempelvis kan man gjerne ha aksjonærer som er blant de 5 største i et selskap, men denne investeringen utgjør likevel bare noen få prosent av deres samlede porteføljeverdier. I slike tilfeller kan investeringen få begrenset oppmerksomhet på grunn av liten vesentlighet for investor. En konsekvens av dette kan også være redusert eierengasjement i selskaper

Samlet sett gir indikerer våre analyser at samtidig som de selskapsmessige mål på eierkonsentrasjon både er høye og har steget ytterligere, så indikerer endringer i aksjonærenes sammensetning(sektorfordelingen) og deres samlede porteføljestrategier at eierengasjementet i de børsnoterte selskapene svekkes. Dette skyldes i særlig grad at store norskbaserte investorgrupper har redusert sin andel i norske aksjer til fordel for internasjonale plasseringer samt den store økningen av forvalterregistrerte utenlandske aksjonærer. Våre analyser omfatter ikke faktisk eierinvolvering eller feilprising (markedseffisiens) og vi kan derfor ikke uttale oss om verdimessige konsekvenser av denne utviklingen.

Vi vil takke Folketrygdfondet ved administrerende direktør Olaug Svarva for muligheten til å analysere et svært spennende og aktuelt tema. Referansegruppen bestående av professor Thore Johnsen og tidligere administrerende direktør i Folketrygdfondet Tore Lindholt har også gitt viktige innspill i arbeidet, selv om forfatterne selv tar hele ansvaret for rapporten.

Forfatterne er dr.oecon. Trond Døskeland, postdoktor ved Institutt for Regnskap, Revisjon og Rettsvitenskap, Norges Handelshøyskole og dr.oecon. Aksel Mjøs (Prosjektleder), forsker ved Samfunns- og Næringslivsforskning AS.

2.0 Innledning

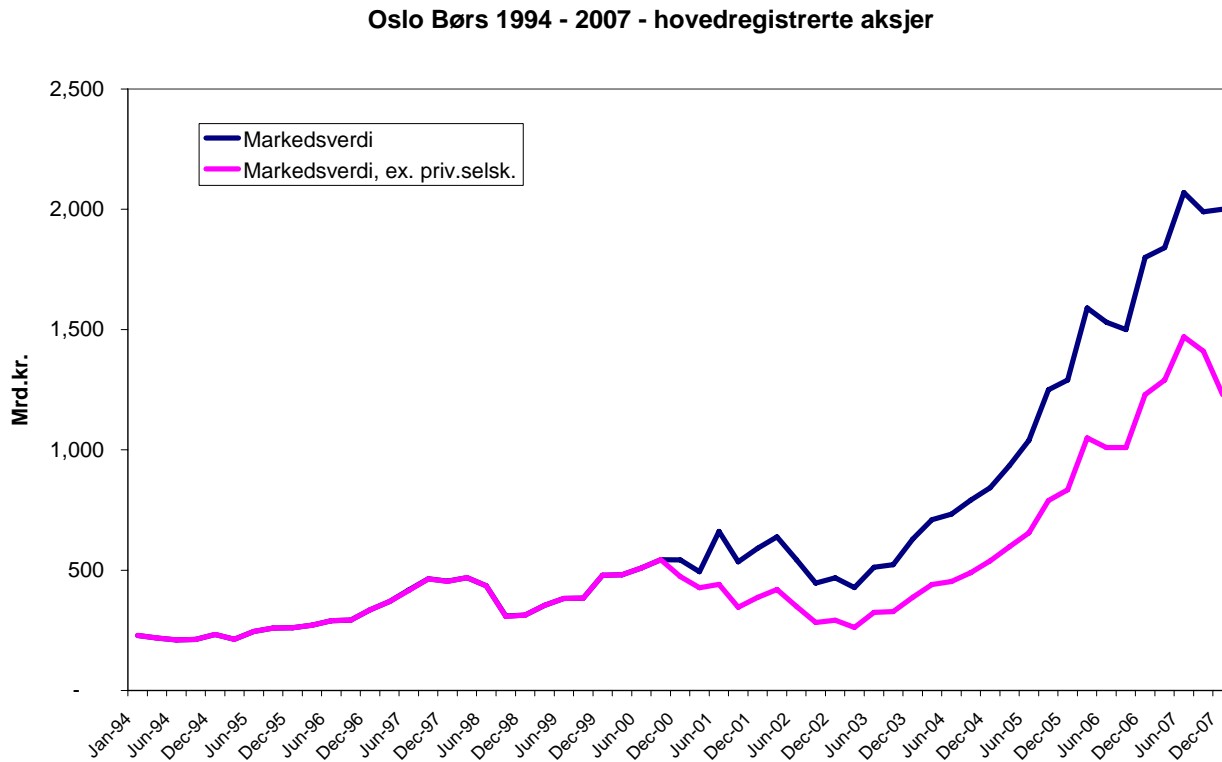
Prosjektets fokus er utviklingen av eierstruktur for og investorene i selskapene notert på Oslo Børs. Eierstrukturen, og hvem aksjonærene er, er knyttet til sentrale utviklingstrekk i børsmarkedet, men er samtidig bare en av mange faktorer som potensielt kan forklare verdiutvikling, avkastning og risiko i perioden. Disse øvrige faktorer faller utenfor dette prosjektets mandat og vi gjør derfor ingen forsøk på å forklare investorenes forvaltningsresultater ved bruk av eierstrukturutviklingen.

Vi vil i innledningen kort presentere enkelte markedstrekk, samt mer spesifikke forhold som har påvirket hhv. selskaper og investorer i denne perioden.

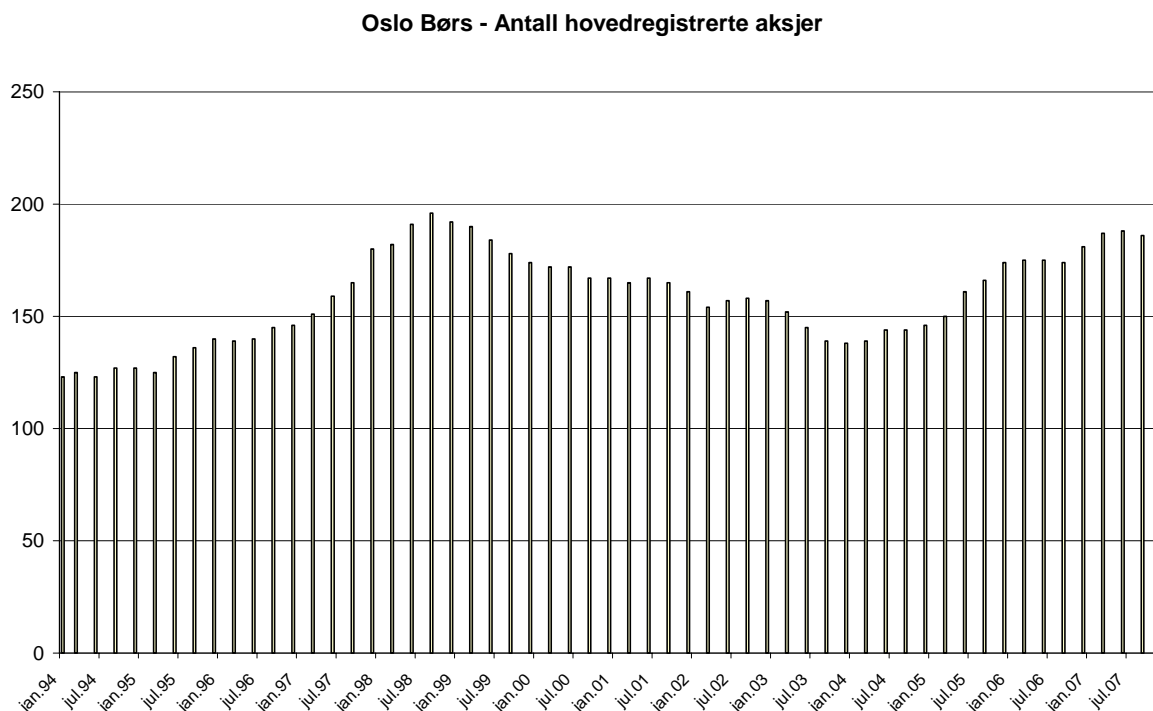
2.1 Utviklingstrekk i børsmarkedet 1994-2007

Denne perioden har vært preget av store økning i børsens samlede verdi, lengre perioder med kursoppgang (1994-1997, 1998-2000, 2003-2007) og fall (1998, 2000-2002), og til dels sterkt varierende renter og økonomiske forutsetninger for øvrig. Dette har medført sterke variasjoner i avkastningen på investors hånd, men samtidig har omfanget og den relative betydningen av børsen økt vesentlig gjennom perioden. Se Figur 1 og Figur 2 for illustrasjon av børsutviklingen.

Figur 1:



Figur 2:



Markedsplassen har i denne perioden også blitt stadig mer profesjonalisert langs en rekke dimensjoner som påvirker effektiviteten i markedet. Noen viktige enkelthendelser:

- Økt fokus på selskapenes rapportering bl.a. fra Norske Finansanalytikeres Forening og deres utdeling av Stockmanprisen, fra 1995 i to klasser, "Åpen" og "Mindre og mellomstore".
- Oslo Børs' egen utvikling, med innføring av elektronisk børssystem i 1999, økt elektronisk overvåking fra 2000, reviderte indekser fra 2001, nytt handelssystem fra 2002 og utvidet åpningstid fra 2006. Oslo Børs ble også privatisert i 2001.
- Dramatisk økt omsetningshastighet i handelen av aksjer på Oslo Børs, fra 52,6 i 1994 til 153,2 i 2007.
- Sterkere regulering av innsidehandel, bl.a ved ny Lov om verdipapirhandel i 1997.
- Utvidet skolering av markedsaktørene, særlig via Norske Finansanalytiker og Norges Handelshøyskoles kurs: "Autorisert Finansanalytiker"(fra 1988), "Avansert porteføljeforvaltning" (fra 2001) og "Avansert Corporate Finance" (fra 2004).
- Økt fokus på selskapsstyring (Corporate Governance) gjennom Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse "Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse" som kom i første versjon i 2004 og siden har vært revidert flere ganger, senest i 2007.
- Etableringen av Norsk Investor Relations Forening i 1995 som en del av et økende fokus på effektiv kommunikasjon mellom de børsnoterte selskapene og aksjemarkedet.

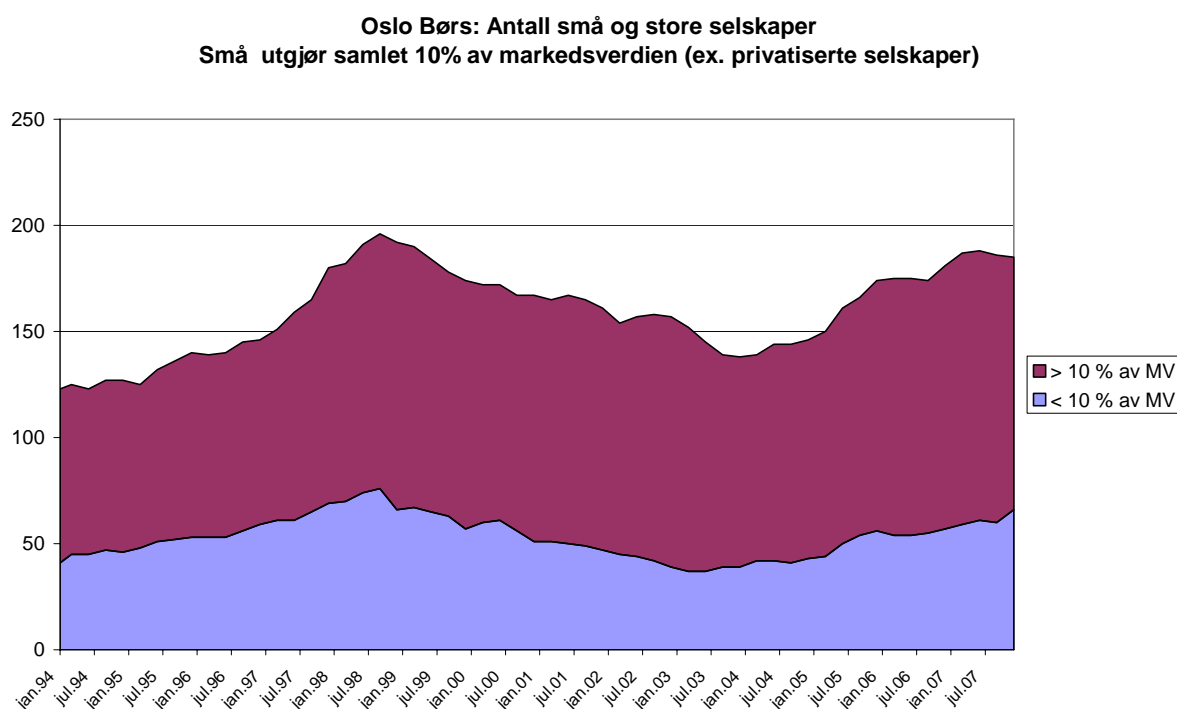
Artikkelen av Næs, Skjeltorp og Ødegaard (2008) i Praktisk Økonomi og Finans¹ gir en god oversikt over utviklingen i omfang, industrisammensetning og avkastning på Oslo Børs over perioden 1980-2007.

¹ En tidligere versjon av denne artikkelen er tilgjengelig på http://finance.bi.no/~bernt/papers/industristruktur_ob/industristruktur_ob_may_2008.pdf

2.2 Selskapsrelaterte forhold

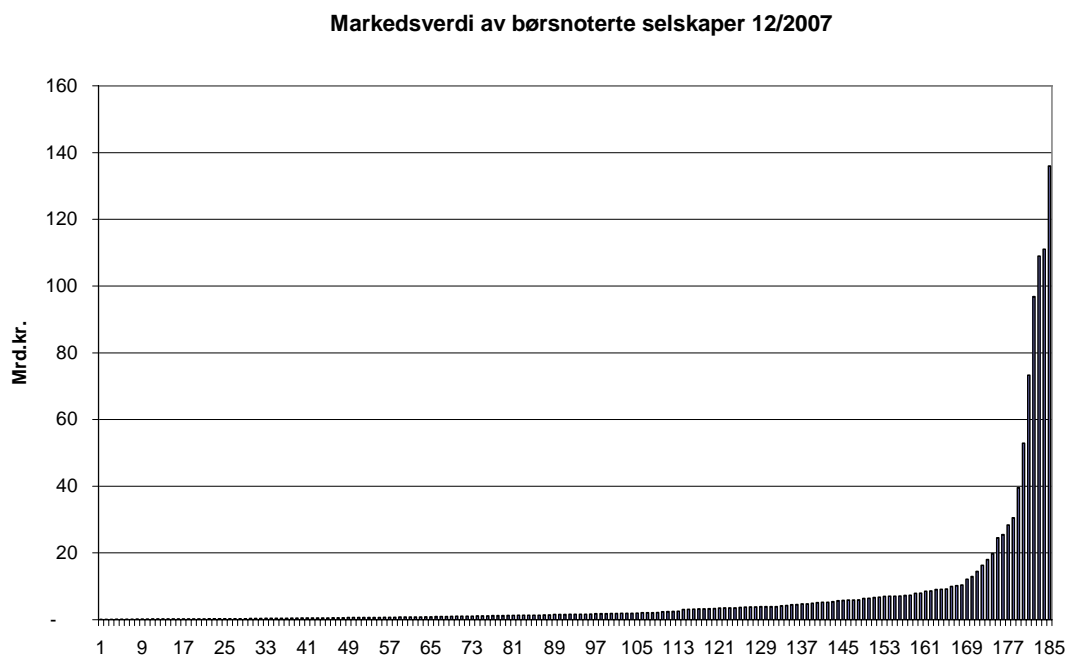
Oslo Børs har alltid hatt en skjev størrelsesmessig fordeling mellom selskapene, mange svært små selskaper og noen få svært store, målt etter markedsverdi. Figur 3 viser den antallsmessige fordelingen mellom store og små selskaper over perioden, der de små selskapene er de som til enhver tid samlet utgjør 10 % av børsens markedsverdi. Figuren viser at samtidig som antallet har økt, har det også vært lange perioder med reduksjon. Variasjonen er størst blant de små selskapene som også forklarer toppen i 1998. Antallet store selskaper har også økt gjennom perioden, men mer gradvis. I våre markedsbeskrivelser er de privatiserte selskapene (Statoil, StatoilHydro, Telenor og Cermaq) utelatt for å sikre konsistens med resten av markedsanalysene, se diskusjon i punkt 5.1.

Figur 3:



Figur 4 viser tilsvarende et størrelsehistogram over markedsverdien for alle selskaper i desember 2007. Tabell 1 viser størrelsesfordelingen delt inn i 10 kvintiler for henholdsvis januar 1994 og desember 2007, samt endringen av både i samlet markedsverdi og for gjennomsnittsselskapet per kvintil.

Figur 4:



Tabell 1:

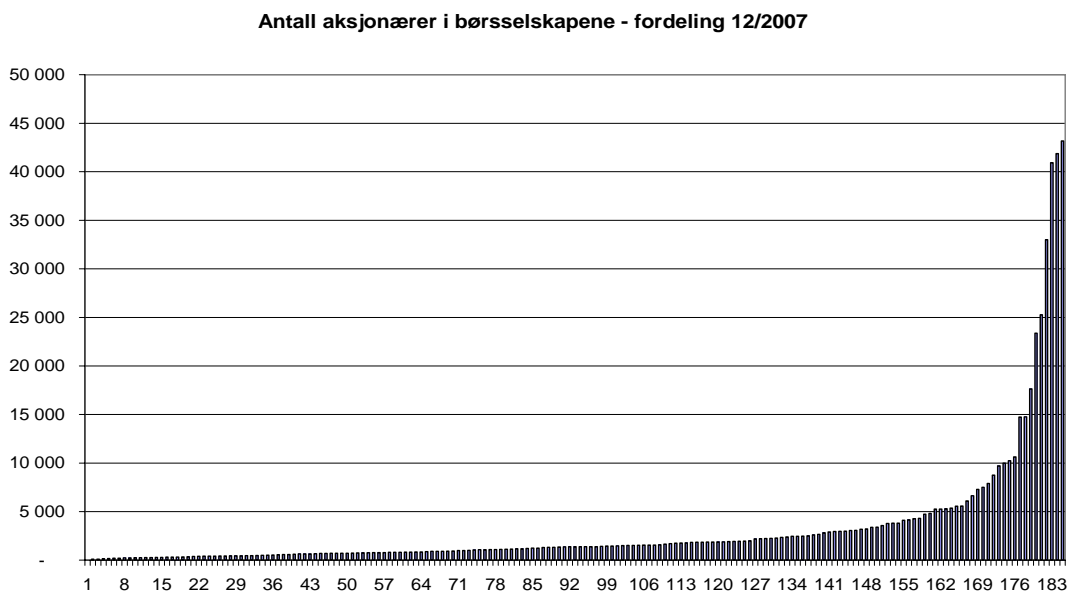
Markedsverdi av selskapene på Oslo Børs, desilfordelt:

Desil	Jan-94				Des-07				Økning 1994-2007	
	Antall selskaper	Markedsverdi (mrd.NOK) Samlet	Andel	Gj.snitt	Antall selskaper	Markedsverdi (mrd.NOK) Samlet	Andel	Gj.snitt	Samlet	Gj.snitt
1	12	0.3	0.1%	0.03	18	3.0	0.2%	0.17	879%	553%
2	12	1.1	0.5%	0.09	19	6.0	0.5%	0.31	458%	252%
3	13	2.1	0.9%	0.16	18	10.2	0.8%	0.57	379%	246%
4	12	2.9	1.3%	0.25	19	16.8	1.4%	0.88	471%	261%
5	12	4.5	2.0%	0.37	18	24.2	2.0%	1.35	439%	259%
6	13	6.5	2.8%	0.50	19	36.3	2.9%	1.91	462%	285%
7	12	9.1	4.0%	0.76	19	64.4	5.2%	3.39	608%	347%
8	13	18.3	8.0%	1.41	18	89.8	7.3%	4.99	390%	254%
9	12	31.0	13.6%	2.59	19	149.6	12.1%	7.87	382%	204%
10	12	153.1	66.9%	12.76	18	831.5	67.5%	46.19	443%	262%
Sum:	123	229	100.0%	1.86	185	1,232	100.0%	6.66	438%	258%

Figur 4 og Tabell 1 viser at selv om antallet selskaper har økt fra 123 til 185, verdien av gjennomsnittsselskapet har økt fra 1,86 mrd.kr. til 6,66 mrd.kr. og verdien av det største selskapet i dette utvalget har økt fra 53 mrd.kr. til 136 mrd.kr., er størrelsesfordelingen omtrent like skjev gjennom hele perioden. Skjevheten er best illustrert ved at de 10 % største selskapene (10. desil) utgjør 2/3-deler av samlet børsverdi på begge tidspunkt. Veksten er størst for de aller minste selskapene, kun 7. desil har en vekst som bidrar til marginalt jevnere fordeling.

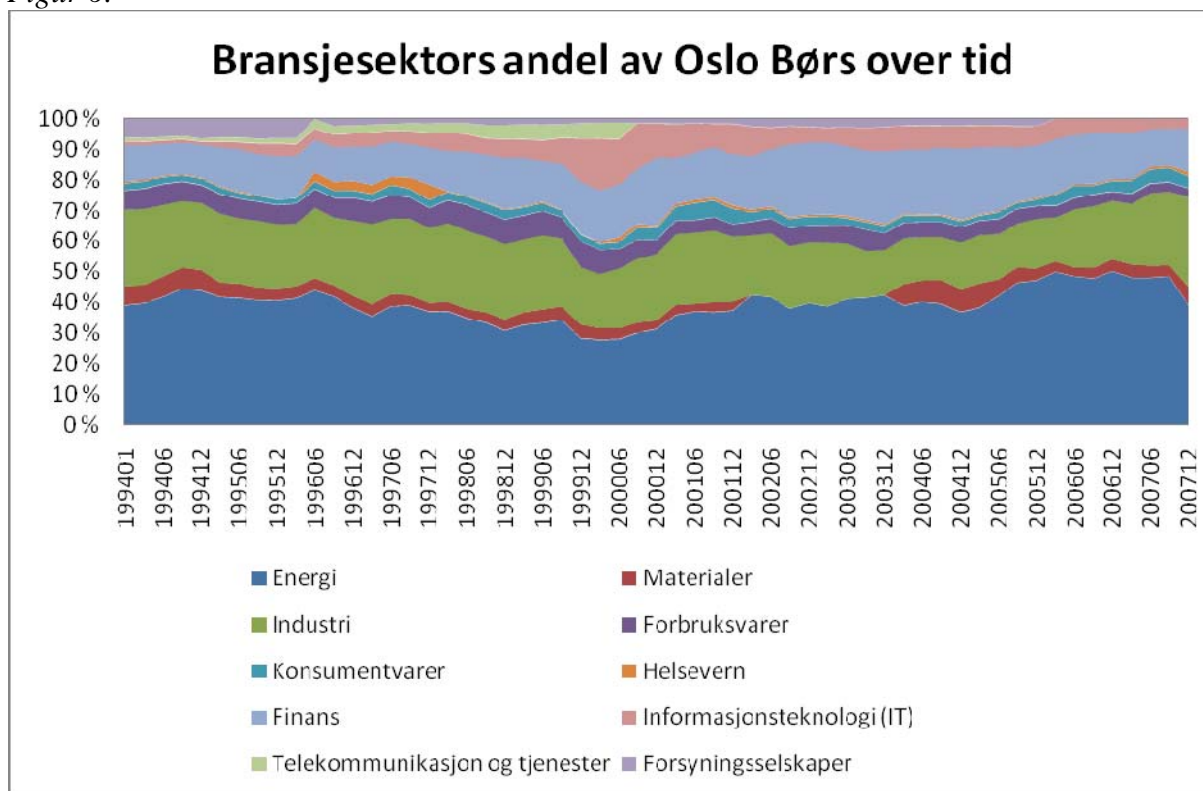
I et eierperspektiv er det relevant at fordelingen av selskaperens samlede aksjonærantall også er skjev, om enn noe bedre fordelt enn verdiene som vist i Figur 5:

Figur 5:



Aksjesektormessig sammensetning av børsen er gitt i Figur 6. Fordeling av selskaper på sektorer per desember 2007 er gjengitt i Vedlegg 4.

Figur 6:

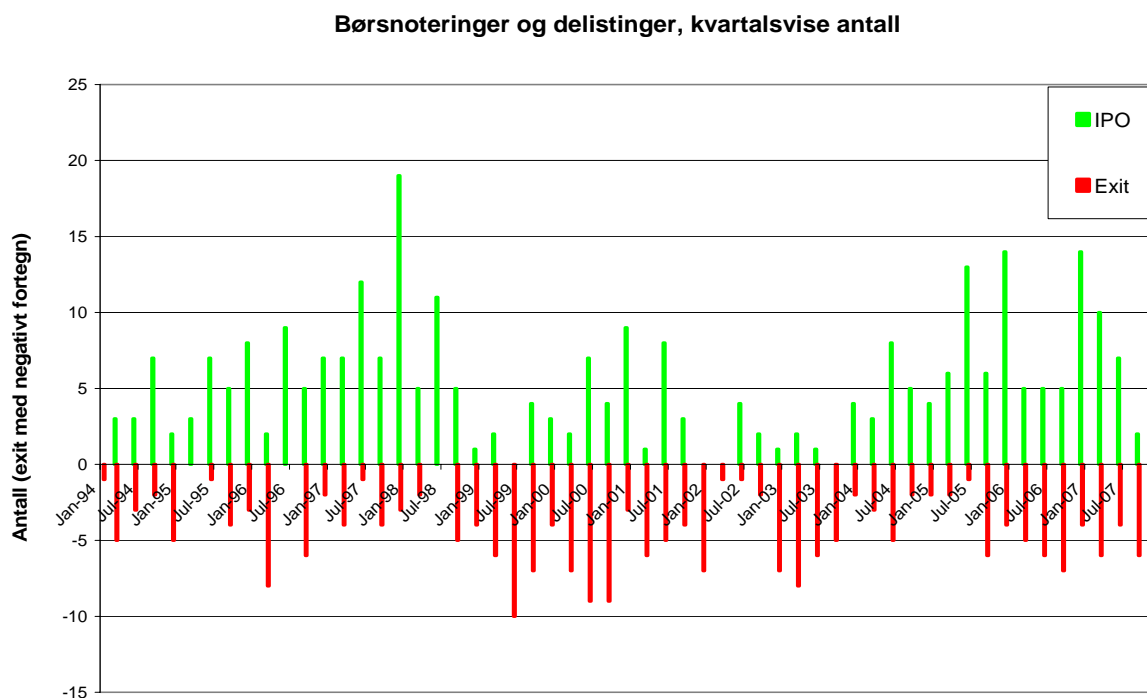


Hvilke selskaper som har vært børsnotert har også variert sterkt over tid, det er bare i underkant av 10 % av selskapene i 2007 som også var noterte i 1994. Omfanget av børsnoteringer og delistinger er gitt i Figur 7². Denne grafen viser at det var særlig mange børsnoteringer i årene 1996-98 og fra 2004, mens delistingene ligger mer jevnt over perioden.

² Basis for noteringer og delistinger er inn- og utganger i vårt datasett, vi har kontrollert dette mot andre kilder.

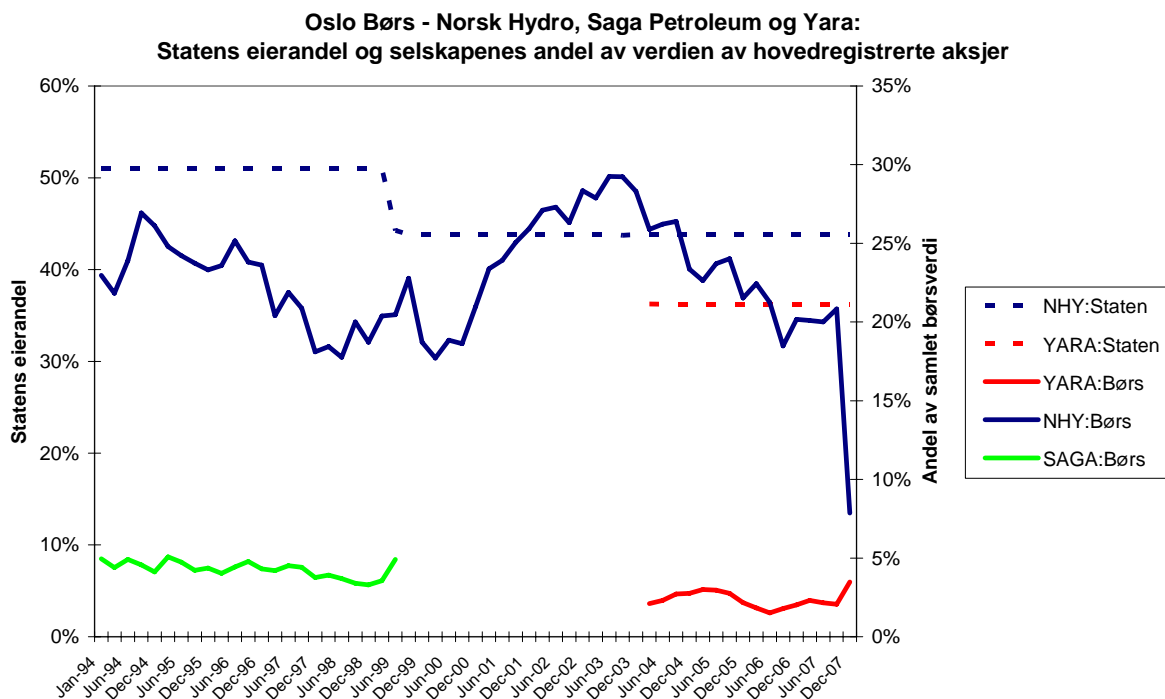
Dette indikerer at det, som ventet, er positiv samvariasjon mellom markedsutviklingen og hyppigheten av børsintroduksjoner.

Figur 7:



Selskapene på Oslo Børs har vært involvert i en rekke restruktureringer i form av oppkjøp, fusjoner, fisjoner eller avsalg, og disse påvirker nødvendigvis eierstrukturen for involverte selskaper. Hyppigheten av slike endringer av selskapskontroll er en indikator på hvor effektivt eiermarkedet fungerer, men en analyse av dette faller utenfor prosjektets rammer. Det kan likevel påpekes at staten har hatt en særlig viktig rolle i restruktureringen disse årene. I den første fasen ble de bankene staten hadde helt eller delvis refinansiert og overtatt etter bankkrisen (Fokus, Kreditkassen og DnB) enten delprivatiserte eller solgt til utenlandske banker, men også senere tids banktransaksjoner har stort sett hatt tydelig statlig engasjement (DnB/Postbanken, DnB NOR) i tillegg til statens mer regulerende roller. Etter tusenårsskiftet har staten også vært engasjert i særlig grad gjennom delprivatiseringene (Statoil, Telenor og Cermaq) og delingen av Norsk Hydro (Yara, StatoilHydro). Disse hendelsene har bidratt til et vedvarende fokus på statens eierrolle. Betydningen av Norsk Hydro, Yara International og Saga Petroleum – sistnevnte ble overtatt av Norsk Hydro i 1999 - er illustrert i Figur 8 som viser at både børsens verdimeslige skjevhet mot få store og mange små selskaper og statens vesentlige eierrolle langt på vei kan forklares gjennom disse selskapene. Norsk Hydro alene har utgjort i området 20 – 30 % av børsens verdi det meste av denne perioden, dog med et fall til 8 % ved utfisjneringen av olje/gass-delen til Statoil i siste kvartal 2007.

Figur 8:



2.3 Investorrelaterte forhold

Aksjonærsiden av markedet på Oslo Børs har gjennomgått en rekke endringer i denne perioden. Mange av disse er knyttet til lover og andre reguleringer og vi nevner bare noen hovedtema her³:

- I forbindelse med at Norge inngikk EØS-avtalen ble diskrimineringen av utenlandske aksjonærer opphevet fra 1.1.1995. Dette medførte at de selskapene som hadde frie- (for alle) og bundne- (kun for norske aksjonærer) aksjeklasser slo disse sammen til en klasse og de som hadde en utenlandskvot for sine ordinære aksjer opphevet denne. I sum gjorde dette markedet mer effektivt ved at investorene ble likebehandlet og man fikk større aksjeklasser.
- Livsforsikringsselskapene og pensjonskassene er en sterkt regulert bransje og har alltid hatt maksimumsgrenser for sine investeringer i aksjer. Grensen var 20 % av forvaltningskapitalen fra 1990 og 35 % fra 1998. I tillegg medfører kravene til kapitaldekning og kontinuerlig markedsverdijustering av balansen at disse investorenes evne til langsiktige investeringer har vært begrenset.
- Livsforsikringsselskaper, pensjonskasser og verdipapirfond har i størstedelen av denne perioden hatt forbud mot å plassere mer enn 10 % av sin kapital i ett enkelt selskap. Norsk Hydros andel av samlet børsverdi har oversteget denne grensen i hele perioden fram til 3.kvartal 2007, som vist i Figur 8. Dette forholdet har gjort at disse sektorene har vært tvunget til å undervekte Norsk Hydro i forhold til markedsindeksen. Disse sektorenes investeringer i finansaksjer har også vært hemmet av at de under kapitaldeknings-reglene binder ekstra kapital.

³ Fullstendig dokumentasjon av lover og regler som har påvirket aksjeinvestorer på Oslo Børs er alt et altfor omfattende tema til at vi kan dekke det i denne rapporten, det må finnes i andre kilder.

- Reviderte regnskapsregler fra 1999 medførte at verdipapirinvesteringer stort sett skal føres til markedsverdier og slik sett eksponerer investorens regnskap for langt større verdi- og resultat-svingninger enn tidligere ved bruk av laveste verdis prinsipp. Dette har selvsagt ingen egentlig verdimeessig effekt, men kan gjøre investorer som selv skal rapportere egne resultater til mer kortsiktige aksjonærer i andre selskaper.
- Skiftende skatteregler for norske aksjonærer ved at utbytte beskattes i 2000/2001 og fra 2006, men og med innføringen av aksjonærmodell og skjermingsfradrag (fra 2005) som i stor grad begrenser skattekostnadene ved aksjeinvesteringer for selskaper og privatpersoner. Disse reguleringene påvirker bare noen av de norske aksjonærsektorene og ventes derfor ha en mer begrenset effekt på børsmarkedet samlet.

Vi dokumenterer i kapittel 7 at økt global diversifisering av aksjeporteføljene preger de tradisjonelt norskbaserte investorsektorene, i særlig grad livselskapene og aksjefondene. Disse har opplevd stor vekst i denne perioden, men på grunn av både nye rammebetingelser og endrede investeringsstrategier har deres investeringer på Oslo Børs falt relativt samtidig som forvaltet kapital har økt. Generelt sammenfaller dette også med økt fokus på referanseindekser som styringsprinsipp for forvaltningen. Framveksten av private equity fond som tar private selskaper av børs representerer en motpol til indeksrelatert forvaltning. PE-fonds aktiviteten har vært sterkt økende på Oslo Børs gjennom perioden, og representerer et eksempel på svært håndfast eierstyring og en antagelse om at dette er verdiskapende.

3.0 Eierskapsrelaterte problemstillinger

3.1 Corporate governance

Grunnlaget for moderne teori om Corporate Governance er basert på Berle & Means' bok "The Modern Corporation and Private Property" (1932) som påviser skillet mellom eierskap og kontroll i USA og at dette er en potensiell kilde til tap av aksjonærverdier ved at lederne ikke arbeider for aksjonærenes interesser. I forsøket på å bøte på disse problemene gis dels lederne kontrakter som gir bedre samsvar mellom deres mål og aksjonærenes mål, dels finnes det selskapsrettslige rammeverk og dels driver aksjonærene løpende aktiv overvåkning og styring av selskapet. Kontraktuelle incentiver for å påvirke topplederens adferd ligger utenfor prosjektets mandat, mens aksjonærenes aktivisme⁴ er direkte relatert til eierstrukturen ved at store eierposter gir sterkere incitament til å engasjere seg.

Overvåkingen av et selskap skjer i mange former og fra ulike kilder⁵: Styret, revisor, banker, analytikere, rating-byråer og også større aksjonærer direkte. Disse aktørene vil fokusere på aktiv overvåkning der informasjon og involvering har til hensikt å styrke selskapet med hensyn til avkastning, vekst eller risiko, og gi effekter for verdien. Disse aktørene har likevel ulike incentiver. Aksjonærer, og derfor styret, kan akseptere risiko for å skape verdier, mens banker og ratingbyråer har sterke incentiver til å fokusere mest på hva som kan gå galt og sjelden støtte spesielt risikable prosjekter. Slike situasjoner representerer derfor også noen innebygde konflikter mellom overvåkerne.

Det har de siste 10-15 årene vært et økende fokus på standarder for god corporate governance, med Cadbury-rapporten i Storbritannia i 1992, Calpers' (USA) standarder fra omkring 1995 og Sarbanes-Oxley loven (USA) i 2002 som viktige milepæler. I Norge ble flere tidlige initiativer samlet i "Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse"⁶ som kom i første versjon i 2004 og siden har vært revidert flere ganger, senest i 2007. Disse anbefalingene er viktige for å definere standarder for åpenhet og god styring, og i noen grad hvordan aksjonærer skal kunne påvirke et selskaps drift. Større aksjonærer vil uansett standarder ha et sterkere incitament til å aktivt overvåke selskapet og dette vil være en dynamisk prosess som ikke fullt ut kan fanges opp av definerte standarder.

Aksjonæraktivisme krever ikke bare at aksjonæren er engasjert ut fra egen eksponering, men også at hun eller han er i stand til å sette makt bak kravene, enten alene eller i allianser med andre aksjonærer. Makten kan så enten utøves åpent i generalforsamlinger eller ved nominasjoner av tillitsvalgte, men i mange tilfeller vil forventning eller trusler om slik opptreden ha samme effekt i mer direkte dialog med selskapet. Konsekvensen er at de største aksjonærenes eierandeler og deres innbyrdes relasjon har betydning for hvor effektiv aksjonæraktivismen kan være. Aksjonærene kan også kategoriseres i forhold til om de selv har incentivproblemer overfor egne investorer/innskytere/kunder som i neste omgang gjør dem mindre engasjerte som eiere overfor selskapene. I slike tilfeller vil effekten av store eierandeler på overvåkning og kontroll svekkes. I vår sektoranalyse gjør vi en forsøksvis

⁴ Dette er en direkte oversettelse av det engelske begrepet "Shareholder activism".

⁵ Se Jean Tirole: "The Theory of Corporate Finance", Princeton University Press, 2006, for en grundig diskusjon.

⁶ Utgitt av "Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse" der en rekke fag, bransje og markedsorganisasjoner deltar.

kategorisering av aksjonærsektorer i om de slik sett er eiermessig aktive eller passive eiere overfor selskapene.

Oppkjøp, fusjoner og andre former for restrukturering representerer den ultimate form for aksjonæraktivisme, særlig i de tilfeller der eksisterende ledelse av selskapet mister sine posisjoner. I disse tilfellene tar typisk aksjonærene ”grep” for å få gjennomført tiltakene, alternativt kjøper utenforstående aktører opp selskapet og iverksetter så verdiskapende tiltak etter overtagelsen. Dette markedet for selskapskontroll vil også virke disiplinerende på selskap og ledelse i tilfeller der oppkjøp bare er en mulig trussel. Selskaps- og markedsreguleringene i Norge legger stort sett til rette for at selskaper kan kjøpes opp på effektive måter som likebehandler aksjonærene. Det sentrale her er at ledelsen og styret har få effektive virkemidler til å hindre en oppkjøper som er villig til å by en finansielt attraktiv pris for aksjene, og her skiller man seg i særlig grad fra typiske reguleringer i mange land, inkludert USA. Litteraturen som sammenligner corporate governance forhold over landegrensler definerer Skandinavia som en region som preges av både høy eierkonsentrasjon og relativt aksjonærvennlige reguleringer.⁷

3.2 Aktivt eierskap og aktiv forvaltning

En profesjonell (ikke eiende) ledelses ekspertise og risikoevnen i en stor aksjonærbase kan øke verdien av et selskap. Dersom aksjonærene typisk er små, passive og uengasjerte kan gevinsten kan bli oppspist og i stedet gi tap. Verditap eller agentkostnader som Jensen og Meckling⁸ kaller det, kan oppstå av to grunner. For det første kan passive investorers begrensede informasjon om hva som skjer i bedriften gjøre dem usikre slik at de benytter et høyere avkastningskrav. For det andre kan investors manglende innflytelse på ledelsens beslutninger gi tapt verdi gjennom dårlig ledelse. Aktive eiere prøver å bøte på både informasjon og kontroll problemet som passivt eierskap medfører.

De viktigste fordelene ved børsnotering (informasjonsflyt, prising og likviditet i aksjen) forutsetter tilstrekkelig spredning av omsettelige aksjeposter. Selskaper med altfor konsentrert eierskap, for eksempel familieselskaper der bare en mindre andel av aksjene er reelt omsettelige, vil ofte handles med en kontrollrabatt og oppfattes som mindre interessante av kapitalmarkedet. Denne rabatten kan dels skyldes frykten for forfordeling av informasjon og dels at den eller de dominerende aksjonærene selv handler med selskapet eller på annet vis skaffer seg særfordeler på bekostning av øvrige aksjonærer. I disse tilfeller kan derfor fordelene ved eiermessig aktive aksjonærer overskygges av ulempene med potensiell eller reell uryddighet fra de største aksjonærenes side.

Hva kjennetegner forretningsmessig aktive eiere? Aktive investorer prøver å redusere avstanden mellom eierskap og kontroll ved aktiviteter som antas å være verdiskapende. Det kan være å møte og stemme på generalforsamling, stille forslag på generalforsamling, eller å delta i bedriftsforsamling eller styre. Det er rimelig å anta at store aksjonærer i styrene vil bety at det er mer sannsynlig at man greier å ta tøffe operasjonelle og finansielle beslutninger. Det er lettere å vike unna vanskelige beslutninger for styremedlemmer med liten eller ingen kapital å tape. Ved stor eierandel eller samarbeid med andre aksjonærer kan en kreve skifte av

⁷ Et eksempel er: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes og A. Shleifer: “Corporate Ownership around the world”, Journal of Finance, April 1999.

⁸ Jensen, M. and W. Meckling, 1976, “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, Journal of Financial Economics 3, 305-360.

styremedlemmer eller ledelse, kreve endring av kapitalstruktur, tilbakebetale av overflødig likviditet til aksjonærene, splitte opp konglomerater for å skape mer fokuserte og effektive enheter, flytte fokus for ledelsen fra kvartalsvise resultat til langsiktig verdiskapning eventuelt ved å ta selskapet av børs.

En inndeling av forretningsmessig aktivt og passivt eierskap kan være⁹:

- *Klart aktivt eierskap* => deltakelse i styre, valgkomite, bedriftsforsamling
- *Semiaktivt eierskap* => deltakelse i valgkomite/bedriftsforsamling
- *Semipassiv eierskap* => deltakelse bare på generalforsamlinger og selskapsorienteringer og lignende, stemmer ved fullmakt
- *Klart passivt eierskap* => deltar ikke/sjelden på generalforsamlinger, stemmer bare ”med føttene”, dvs. gjennom handel

”Aktivt eierskap” dekker aksjonærenes forretningsmessige engasjement i selskapet og må skilles fra begrepet ”Aktiv forvaltning”. Aktiv forvaltning er relatert til investorens porteføljesammensetning der en aktiv forvalters valg av selskaper å investere i vil avvike fra disse selskaperens relative andel i markedet eller den aktuelle referanseindeksen. En investeringsstrategi preget av aktiv forvaltning trenger derfor ikke å medføre noen form for spesiell kontakt mellom investor og selskap.

Skjematisk kan en aksjonærs ”aktive”-adferd kategoriseres langs følgende akser:

		Eierengasjement:	
		Aktiv eier	Passiv eier
Investerings- strategi:	Aktiv forvalter	X	X
	Passiv forvalter		X

Vi har ovenfor argumentert for at det kan være lønnsomt for investorer å være eiermessig aktiv overfor selskaper de investerer i. Begrepene aktiv og passiv forvaltning knyttes til om en investerer som markedet med full diversifisering eller velger å kjøpe mer av aksjer som en mener vil få meravkastning i forhold til andre aksjer. Den første måten å investere på kalles indeksforvaltning, mens den siste kalles aktiv forvaltning. Som illustrert i tabellen over kan en investor drive både Aktiv forvaltning og Aktivt eierskap, men kan alternativt drive Aktiv forvaltning og Passivt eierskap. Ved praktisering av Aktivt eierskap og Aktiv forvaltning tar man store eierposter (både absolutt og relativt til indeks-andelen) og prøver også å påvirke selskapet direkte. I tilfeller der aktivt eierskap innebærer styredeltagelse kan disse to aktivitetene komme i konflikt dersom styredeltagelsen hyppig bringer investor i innsideposisjon som hindrer aktiv handling i aksjen. En løsning på dette problemet er å nominere kompetente styremedlemmer som er uavhengig av investoren. Passivt eierskap og Aktiv forvaltning utøves ved å ta eierposter ulikt indeks og kjøpe og selge aksjen avhengig av hvordan en mener ledelsen gjør jobben uten noen nærmere involvering. En slik investeringsstrategi kan knyttes til begrepet, ”å stemme med føttene”.¹⁰

⁹ Dette bygger på et direkte innspill fra Tore Lindholt i referansegruppen til prosjektet.

¹⁰ I en forskningsartikkel (Bhattacharya and Galpin(2008)) finner en at indeks forvaltning har økt, noe som virker rart når en ser på økning i private og hedge fond selv om det er forskjell mellom absolutt og relativ utvikling, se http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=849627

Vi har i de siste årene sett en oppblomstring av private equity fond og hedge fond som oftere driver med Aktivt eierskap enn vanlig for institusjonelle investorer. En del pensjonsforvaltere som Calpers (USA) og Hermes (Storbritannia) har startet egne hedge fond fokusert på selskaper som øder aksjonærverdier og der Aktivt eierskap kan skape meravkastning. Disse fondene investerer i så få som 15-30 selskaper, mens vanlige porteføljer typisk kan ha opp mot 100 selskaper.

Vi er i denne utredning begrenset til å analysere eierskapsdata, men vi forsøker likevel å lage noen fremstillinger knyttet til spørsmålet om investorsektorene er aktive eller passive eiere på Oslo Børs og om dette har endret seg over tid. I analysen av selskapenes eiersammensetning avdekker vi primært om selskapene gjennom aksjonærenes relative posisjoner kan antas å ha aktive eiere. Incentivene til aktivt eierskap vokser nødvendigvis i størrelsen av egen eierposisjon siden man alltid må dele gevinstene med de andre aksjonærene ("Free rider"-problemet). I avsnittet om norske børsnoterte aksjer som del av investorenes porteføljer ser vi nærmere på hvilket antall aksjer investorene har, om de har høy eller lav eierrang og om porteføljene følger indeks eller er mer "spisset" mot enkeltaksjer. I sistnevnte analyse er vi derfor mer fokusert på graden av Aktiv-forvaltning i investors portefølje da vi ikke har data for graden av Aktivt eierskap. Analyse av disse spørsmålene bare basert på gjennomsnittsbetraktninger knyttet til eierskapsdata blir nødvendigvis noe begrenset, derfor har ser vi i tillegg nærmere på noen aktuelle cases.

4.0 Datagrunnlag

Det sentrale datasettet benyttet i dette prosjektet er levert av VPS via Oslo Market Solutions AS (tidligere Manamind AS). Datauttrekket er definert i kravspesifikasjonen som er tatt inn i Vedlegg 1. Dataene er kvartalsvise data fra og med januar 1994 til og med desember 2007 for alle selskaper som er *hovedregistrerte* på Oslo Børs. Vi ville ikke fått komplett eiersammensetning for *delregistrerte* selskaper og de er derfor utelatt både fra sektorstatistikken og analysene på selskaps- og investor-nivå. Delregistrerte selskaper utgjorde ca. 6 % av børsverdien pr. 31.12.2007 og er derfor av mindre betydning. Vi har også inkludert de hovedregistrerte selskapene som er selskapsmessig registrerte utenfor Norge men som i økonomisk- og markedsmessig forstand oppfattes som norske. Markedskursene er levert av Oslo Børs Informasjon AS og er siste registrerte kurs for den enkelte aksjen. Vi fikk data både for aksjer, grunnfondsbevis og totalt, men siden grunnfondsbevis har begrenset eiermakt i sparebankene velger vi å avgrense analysen til aksjer. Vi har fått levert dataene i to kategorier:

- Sektorstatistikk for markedet samlet
- Eierfordeling for det enkelte selskap

Sektorstatistikken sorterer investorene etter SSBs institusjonelle sektorer (<http://www.ssb.no/vis/emner/10/13/isgrp/main.html>) og en oversikt er tatt inn i Vedlegg 2. Vi har dessuten ytterligere spesifisert verdipapirfond, pensjonskasser og aksjeselskaper vi antar er private investeringsselskaper, samt at vi har fått tillatelse til å identifisere Folketrygdfondet¹¹, Nærings- og Handelsdepartementet og Olje- og Energidepartementet særskilt. I denne statistikken har vi også samlet markedsverdi av selskapene på Oslo Børs, fordeling av verdi på enkeltsektorer og tall for hvor mange aksjonærer som inngår i sektoren. Sektoranalysen viser de lange linjer mht. til aggregert sektormessig eierskap på børsen, uten å se på selskaper enkeltvis. Vår ekskludering av delregistrerte selskaper gjør at summene vil avvike noe fra de som VPS' egen statistikk som finnes på <http://vpsinfo.manamind.com/sectorstats?!=no>, men de viktigste hovedtrekkene samsvarer. Prosjektets motivasjon mht. til eierstyring av norske selskaper er et ytterligere argument for å bare studere de hovedregistrerte selskapene.

Eierfordelingsstatistikken lister opp de 50 største aksjonærene i hvert selskap med beholdning, verdi av investering, investorsektor og et anonymt løpenummer, samt gir sektorfordeling for de øvrige aksjonærene. Denne statistikken gir både grunnlaget for mer detaljert analyse av enkeltsekskapenes eierstruktur, samt at vi ved å sortere på investorløpenummer kan analysere den enkelte (anonyme) investors og investor-sektors samlede portefølje av aksjer på Oslo Børs. Dette er en vesentlig tilleggsdimensjon til den rene børs-selskapsanalysen.

Vi har behandlet grunndataene noe ulikt i de ulike analysene. I analysen av eiersektorer og eierkonsentrasjon har vi fokusert på investorenes finansielle eksponering og derfor slått sammen alle aksjeklassene for de selskapene som har flere klasser utestående. Dette gjelder klassene frie aksjer i 1994 og noen B-aksjer og preferanse-aksjer i fortsettelsen. Etter sammenslåingen har investorenes posisjoner og rangering blitt beregnet på nytt. Dette ser bort fra ulikheter i stemmerett og motiveres av at i de vesentligste beslutningene i en generalforsamling telles både stemmer og kapital separat ved avstemninger og gir derfor også

¹¹ Vi skiller ikke mellom Statens Pensjonsfond – Norge og Folketrygdfondet.

stemmerettsløse aksjer de facto stemmerett. Omfanget av disse justeringene er ikke vesentlige i forhold til datasettet samlet. I analysen av investorenes porteføljer har vi ikke slått sammen aksjene siden fokus er på egen portefølje, ikke aksjonærmakt overfor selskapet.

I tillegg til dette datasettet benytter vi også supplerende data fra andre kilder:

- Regnskapsdata fra Dun&Bradstreet for alle norske aksjeselskaper i analyseperioden brukes til å analysere hvilke selskaper som sannsynligvis er private investerings-selskaper. Disse dataene inneholder også aksjonærsammensetning og bransjekoder som inngår i denne analysen. Regnskapsdataene benyttes også til å beregne samlet verdipapirportefølje for norske aksjeselskaper som benyttes som nevner i analysen av disse selskaperes porteføljesammensetning.
- Kategorisering av de største norske verdipapirfondene etter grad av aktiv forvaltning i 2007 (lav, medium og høy aktiv risikotaking) velvillig levert fra Wassum Investment Consulting AS.
- Statistikk for livsforsikringsselskaperes forvaltningskapital og spesifiserte verdipapirporteføljer er hentet fra Finansnæringens Hovedorganisasjons hjemmeside (www.fnh.no) og supplert med ytterligere historikk samlet inn av Norsk Forsikrings Økonomigruppe og velvillig gjort tilgjengelig av Erik Ohme i Sparebank1 Livsforsikring AS.
- Historikk over hvilke norske børsnoterte selskaper som inngår i MSCI World Index på månedsbasis for hele perioden er levert av DnB NOR Asset Management AS v/ Kjell Morten Hamre etter avtale mellom SNF AS og MSCI Barra i USA.
- GICS-sektorinndeling av aksjene etter virksomhetsbransje, hentet fra Oslo Børs.
- Data for samlet forvaltningskapital i norskforvaltede verdipapirfond hentet fra Verdipapirfondenes forening (www.vff.no).

Vi er takknemlige for samarbeidsvilje og konkret hjelp fra alle disse bidragsyterne til prosjektets datamateriale.

5.0 Eiersektorenes utvikling

5.1 Markedsavgrensning

Sektorstatistikken sorterer investorene etter SSBs institusjonelle sektorer som beskrevet i Kapittel 4. Vedlegg 2 gir en oversikt over sektorer, hovedsektorer og hvilke sektorer som vi vurderer som mest sannsynlig er engasjerte/aktive eiere. Skillet mellom aktive og passive eiere er i noen grad skjønnsmessig, se drøftingen i Kapittel 3. I inndelingen av verdipapirfond har vi skilt ut norske brede aksjefond etter hvor store tracking errors¹² de har i sine mandater i forhold til sin (norske) referanseindeks. Dette er en inndeling gjort av Wassum Investment Consulting og som vi har fått tilgang til. Aktive fond er de som har tracking error over 6 %, lite aktive (indeks-type) fond har tracking error 2 - 4 %, mens de som har verdier mellom disse gruppene kategoriseres som fond med medium risiko mot sine referanseindekser. Øvrige fond (geografi, bransje, kombinasjon og rente) er definert etter investeringsmessige inndelingskriterier, men uten å kategorisere graden av aktive forvaltning mot referanseindeksene.

Staten har alltid hatt en stor eierandel av selskapene på Oslo Børs. Historisk har Norsk Hydro representert den største posten, samt flere av de største forretningsbankene i etterkant av bankkrisen tidlig på 90-tallet. Bankandelene har senere blitt vesentlig redusert og solgt ut, bortsett fra i DnB NOR ASA. Tabell 2 viser statens andeler i børsnoterte selskaper¹³:

Tabell 2: Statens eierandeler i børsnoterte selskaper 31.12.2007.

Mill. Kr	Markedsverdi	Statens eierandel
Cermaq ASA	6 984	43,5 %
DnB NOR ASA	110 610	34,0 %
Kongsberg Gruppen ASA	10 170	50,0 %
Norsk Hydro ASA	96 841	43,8 %
SAS AB	11 309	14,3 %
StatoilHydro ASA	538 881	62,5 %
Telenor ASA	218 016	54,0 %
Yara International ASA	73 331	36,2 %
Sum børsnoterte selskaper	1 066 143	

Kilde: Statens Eierberetning 2007

Figur 9 viser sektorfordelingen for perioden januar 1994 til desember 2007 på kvartalsbasis etter aggregerte hovedsektorer. Figuren er sortert med private sektorer nederst, det offentlige i midten og utenlandske sektorer øverst. Datagrunnlaget er VPS-data over eierposisjonene målt til markedsverdier på det enkelte tidspunkt. Framstillingen er derfor implisitt verdiveid ved at vi summerer andelene på tvers av alle selskaper uavhengig av størrelse.

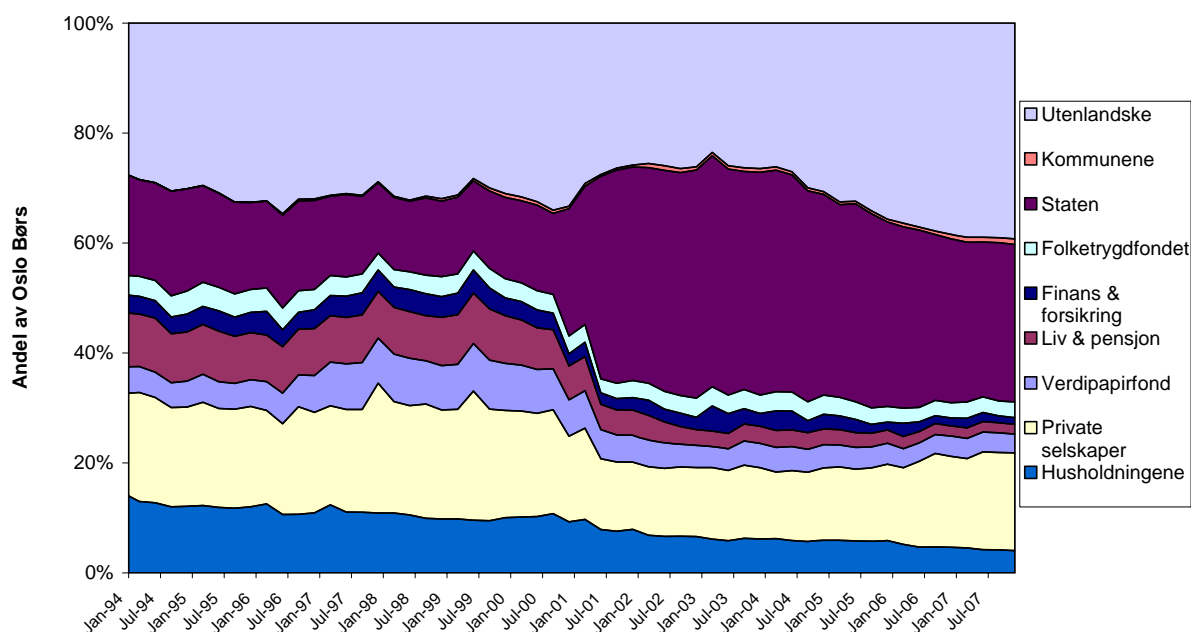
¹² "Tracking error" er et mål på hvor store over- og underverker fondene kan ha i si portefølje i forhold til det enkelte selskaps relative verdiandel av aktuell referanseindeks for markedet.

¹³ Av disse selskapene er SAS AB utelatt fra vårt datasett siden de aksjonærene som er registrert i VPS i Norge bare utgjør en del av den samlede eiermassen for hele SAS og eieranalyse derfor blir irrelevant.

Framstillingen kan kalles ujustert siden den ikke på noe vis korrigerer for den store økningen av statens investeringer på Oslo Børs som følge av privatiseringene og påfølgende poster i Statoil(2001) (StatoilHydro fra 2007), Telenor(2001) og Cermaq(2005). Figuren viser at statens samlede andel som var 14,1 % i september 2000 økte til 38,8 % i september 2001 for å ende på 28,7 % i desember 2007. Privatiseringene representerer derfor relativt brå skift i alle sektorandelene og dette er sterke argumenter for å korrigere for dem slik at vi får et mer relevant bilde av utviklingen for øvrige selskaper samlet. Staten kan kategoriseres som en semi-aktiv eier ved at de har en viss involvering i valgprosessene i de selskapene den har vesentlig eierandel i.

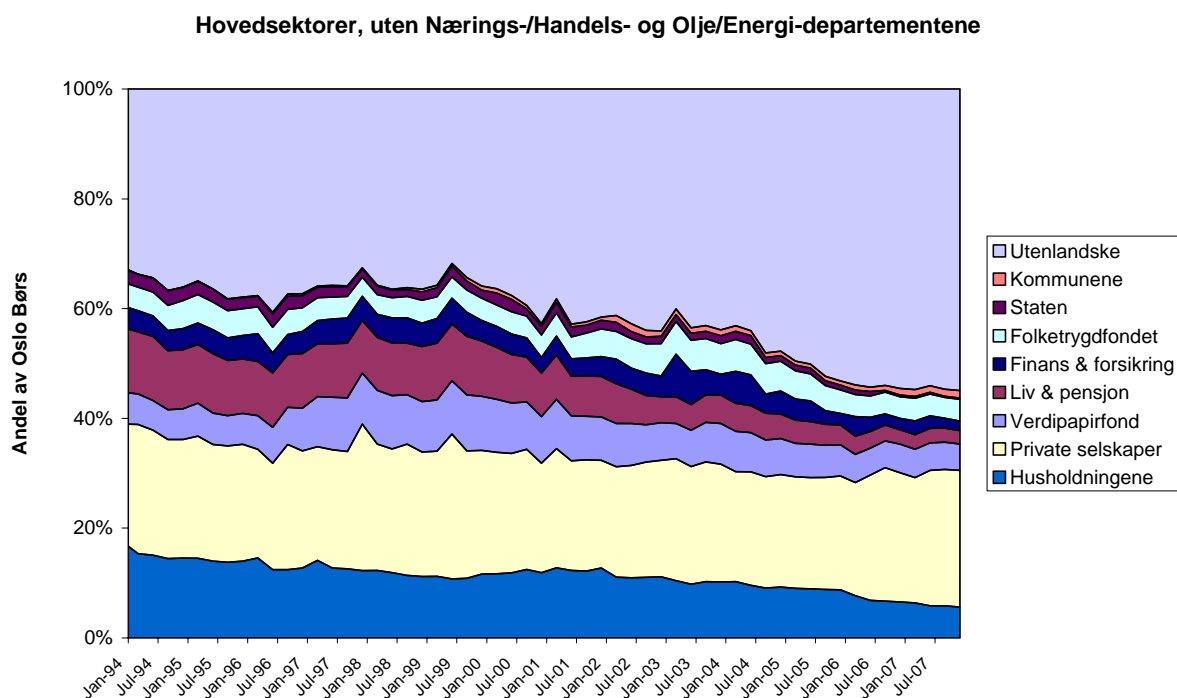
Figur 9:

Hovedsektorer - ujustert 1994-2007



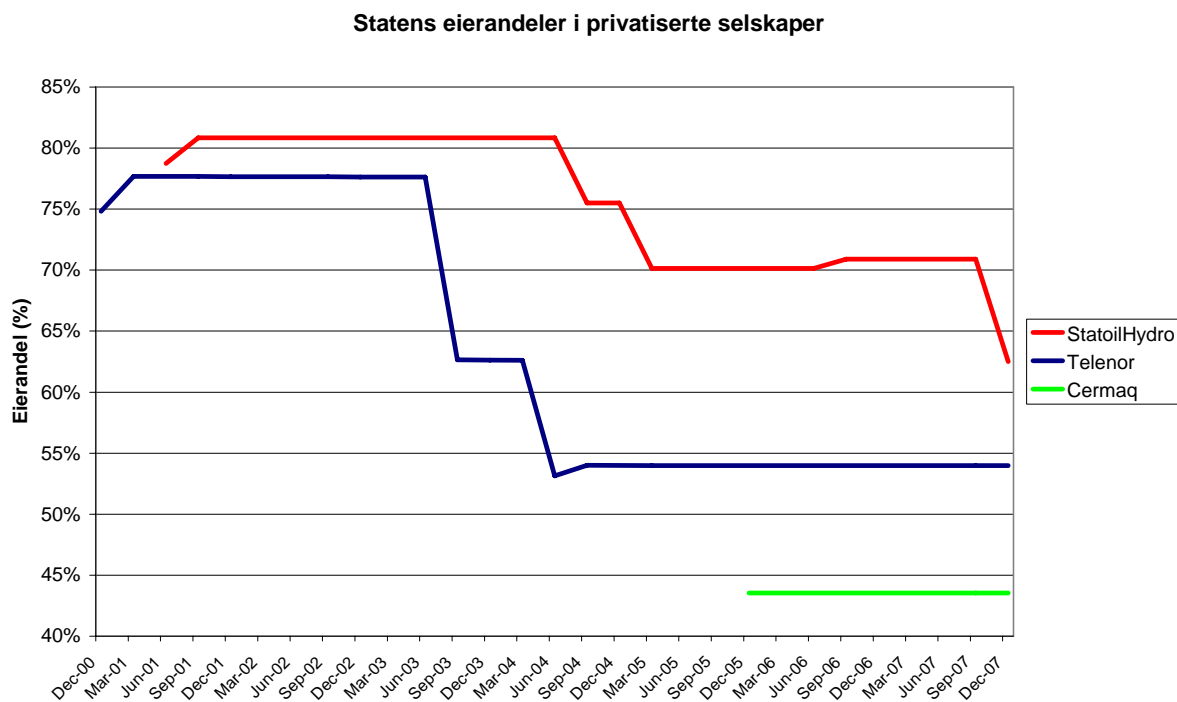
Privatiseringene kan korrigeres for på to ulike måter, enten ved å utelate de privatiserte selskapene eller å utelate aksjonærene (Nærings- og Handelsdepartementet og Olje og Energidepartementet). Ved å utelate Nærings- og Handelsdepartementet og Olje og Energidepartementet som aksjonærer får vi andre aksjonærers eksponering til de privatiserte selskapene, men med andeler som blir for høye siden departementene ikke er med. Figur 10 viser hovedsektorfordelingen med denne justeringen:

Figur 10.



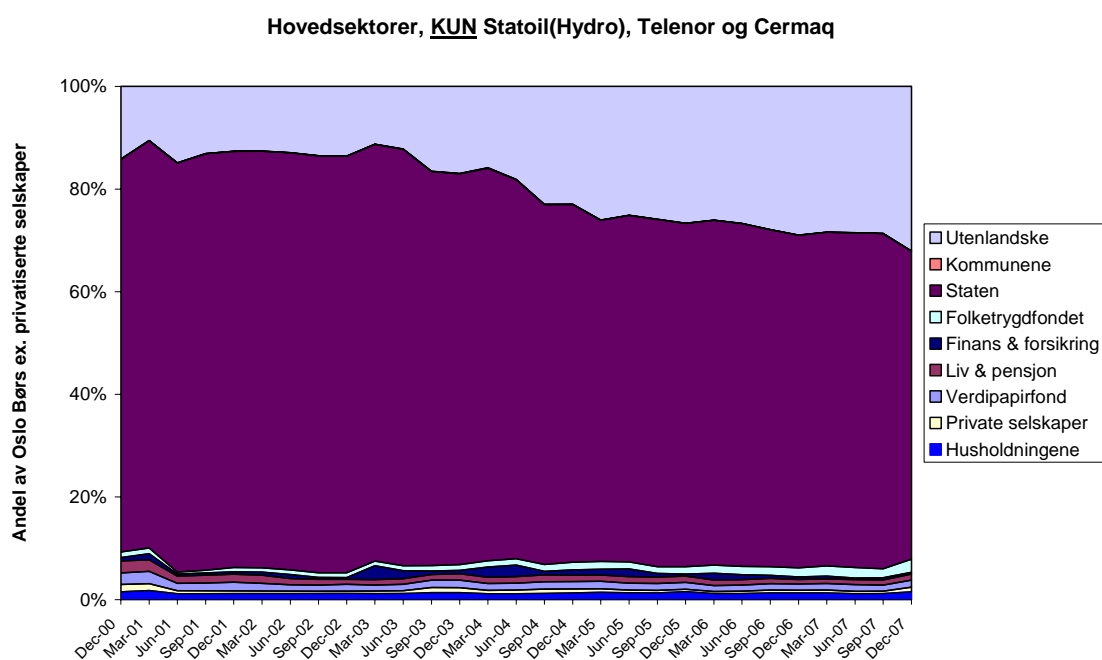
Figur 10 viser at det i særlig grad ser ut til å være utenlandske aksjonærer som for øvrig er aksjonærer i disse selskapene siden eksempelvis samlet utenlandsandel pr. 31.12.2007 øker fra 39,3 % til 54,9 %. En ser dessuten at statens andel går ned gjennom hele perioden siden eierandelen i Norsk Hydro (og senere Yara og StatoilHydro) eies gjennom Nærings- og Handelsdepartementet og derfor også utelates tidlig i perioden. I lys av prosjektets mål om å beskrive eierstrukturen for børselskapene vrir derfor eksklusjonen av disse departementene som aksjonærer det samlede bildet av eiersektorfordelingen.

Figur 11:

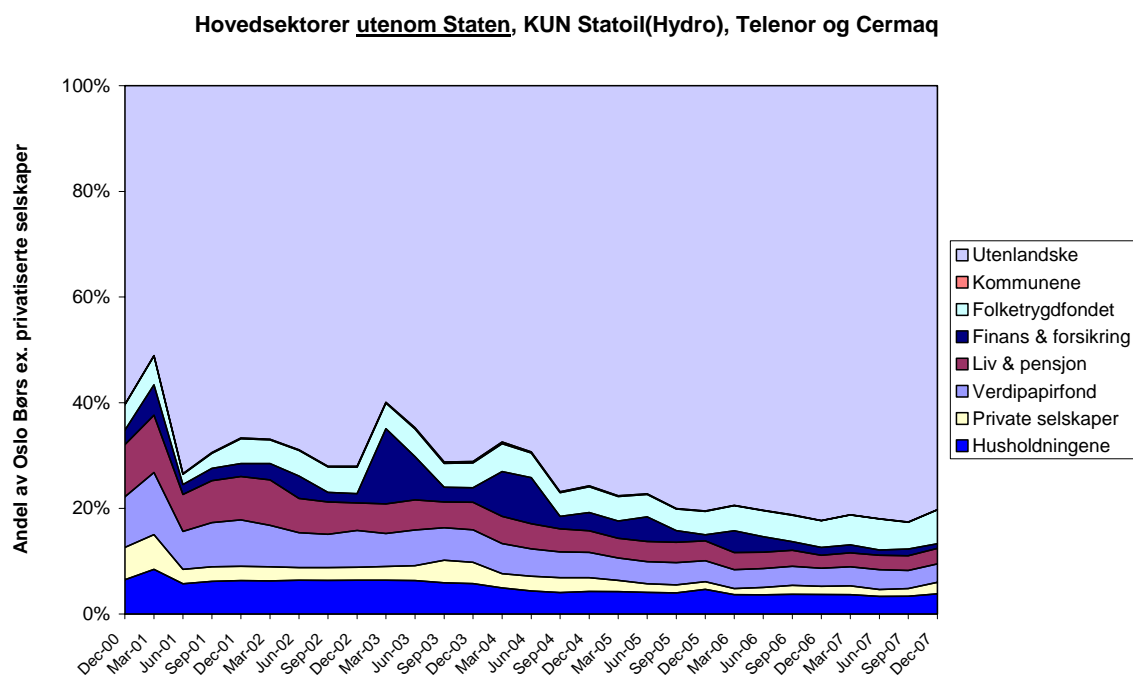


Figur 11 viser den utviklingen fra 2000 av statens andel i de privatiserte selskapene Statoil/StatoilHydro, Telenor og Cermaq. Disse høye andelenene er atypiske for børsen ellers og ved å ekskludere dem fra definisjonen av norske børsnoterte aksjer for våre analyser oppnår vi mer representative utvalg for våre analyseformål. Figur 12 viser eierfordelingen for de privatiserte selskapene fra slutten av 2000 til slutten av 2007 med alle aksjonærsektorer. Staten dominerer og det er derfor interessant å se på fordelingen i Figur 13 av øvrige sektorer når man utelukker staten. Utenlandske aksjonærers andel av disse sektorene innbyrdes øker fra 60 % til 80 % i perioden, med Folketrygdfondet som nest størst med 6,4 % i desember 2007.

Figur 12:



Figur 13:

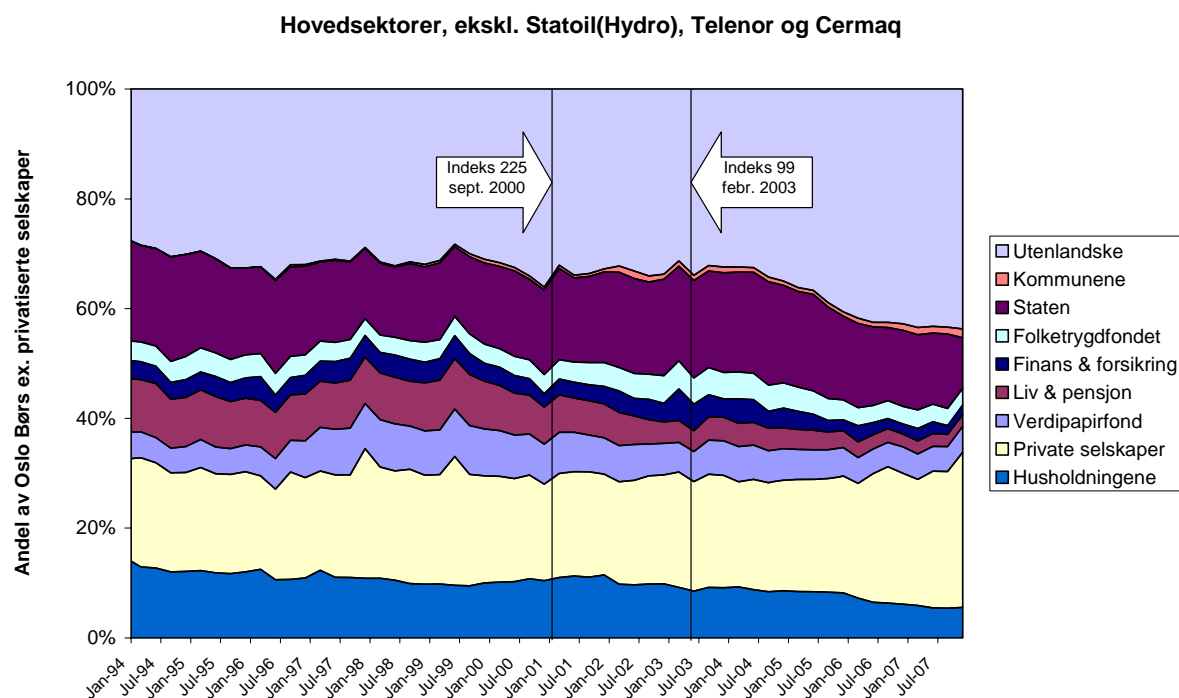


Markedsverdien etter at vi tar ut de privatiserte selskapene reduseres ved utløpet av 2007 til NOK 1 230 mrd. i forhold til NOK 2 144 mrd. i VPS' statistikk. En vesentlig del av dette fallet skjer i siste kvartal i 2007 da olje og gass-delen av Norsk Hydro fisjonerer ut og fusjonerer med Statoil til StatoilHydro og derfor går ut av vårt utvalg. Verdiforskjellen skyldes også utelatelsen av de delregistrerte selskapene som nevnt tidligere. Figur 14 viser sektorfordelingen etter at de nevnte privatiserte selskapene er tatt ut. Vi vurderer denne markedsavgrensningen som mest representativ i vår studie av eierstruktur på Oslo Børs og benytter den i analysene videre.

Analysen av ulike investorsektors andel av Oslo Børs er basert på data for de registrerte investorene i de enkelte selskaperes aksjebok og fanger derfor ikke opp bakenforliggende investorer i ulike former for "kollektive investeringer". Dette gjelder i særlig grad verdipapirfond og forvalterkonti(nominees) for utenlandske aksjonærer. I disse tilfellene kan de være interessante sektorsammensetninger blant de bakenforliggende investorene som ikke fanges opp i de data vi analyserer her. Disse investorene har likevel gjennom å investere på denne måten stort sett utelukket seg fra å være direkte engasjerte i de børsnoterte selskapene, siden de ikke kan delta på generalforsamlinger direkte. Større utenlandske aksjonærer som eier sine aksjer via nominee-konti er likevel i mange tilfeller svært tydelige og kjente eiere i selskapene og eierformen er derfor mer administrativt motivert og av mindre betydning. Aksjonærer som ønsker å delta i generalforsamlingsbeslutninger vil vanligvis kunne registrere sine aksjeposter i eget navn relativt enkelt.

Samlet sett viser framstillingen at husholdningene sin eierandel er nærmest halvert og investeringene til bank, finans og forsikring har også falt dramatisk. Investeringene gjennom verdipapirfond økte fram mot markedstoppen på slutten av 1990-tallet, men er i 2007 tilbake omtrent på samme nivå som i 1994. Statens andel i andre selskaper enn de privatiserte har gjennomgått en gradvis reduksjon i perioden. De sektorene som har økt mest er utenlandske aksjonærer, private selskaper og Folketrygdfondet. Av disse er det særlig interessant at utenlandske investorer har økt fra 27,6 % til 43,7 % i perioden, og dette da nødvendigvis i andre selskaper enn de store privatiserte. Det ser også ut til at utenlandske aksjonærer har økt sin andel både nær toppen av boomen i 2000 og bunnen i 2003, målt som hhv. maksimum og minimum av Oslo Børs Benchmark Index. Økningen ser også ut til å skje på bekostning av alle andre sektorer enn husholdningene.

Figur 14:



Sektorsammensetningen kan sammenlignes med enkelte andre land som gjort i Tabell 3:

Tabell 3: Eiermessig sektorfordeling.

(%, 2002)	Norge, ujustert	Norge, ex. privatiserte	Storbritannia	Japan	Frankrike	Tyskland
Bank/Finans	1,5	2,3	12,6	7,4	12,6	33,5
Forsikring/Pensjon	3,6	5,1	35,5	12,9	7,0	7,4
Verdipapirfond	4,1	5,7	4,5	6,6	19,0	4,6
Husholdninger	5,1	7,4	14,3	16,8	6,5	22,9
Private selskaper	14,1	22,3	0,8	38,1	20,2	11,7
Myndighetene	45,6	23,6	0,1	4,1	3,6	1,9
Utlendinger	26,1	33,7	32,1	14,0	31,2	18,1

Kilde: Tabell 1.3 i J.Tirole: "The Theory of Corporate Finance", PUP, 2006.

Denne oversikten viser stor variasjon i eiersektorer mellom ulike land, der Norge skiller seg ut med klart lavest andel eid av bank/finans og forsikring/pensjon, og desidert høyest statlig andel selv etter utelating av de privatiserte selskapene. Husholdningene eier en lavere andel enn i andre land mens selskapene og utlendingene stort sett har en høyere andel. "Myndighetene" inkluderer her Folketrygdfondet i Norge av hensyn til sammenlignbarhet.

5.2 Sektormessig utvikling

I den første gjennomgangen viste vi samlet utvikling for hovedsektorene, i det følgende vil vi vise og kommentere mer detaljerte analyser per hovedsektor.

5.2.1 Privatpersoner

Vi har definert privatpersoner noe videre enn det konvensjonelle begrepet "husholdningene". I forbindelse med datainnhenting benyttet vi informasjon fra regnskap, bransjekoder og eierskap for å skille ut aksjeselskaper vi antok var privatpersoners investeringsselskaper. Ved

å velge ut selskaper der regnskapsposter knyttet til ordinær drift er en uvesentlig andel av hhv. resultatregnskap og balanse, og finansielle eiendeler (og ikke eiendom/bygg) utgjorde en stor del av eiendelene, antok vi at disse selskapene primært var investeringsselskaper i verdipapirer. Regnskapsdata inneholder dessuten en grovkategorisering av eiertype og lar oss utelukke de selskapene som ikke er eid av (fysiske-) personer. Vi benyttet dessuten data for aksjonærsammensetning per 31.12.2005 for å skille ut selskaper som da stort sett var eid av privatpersoner, og til sist detaljerte bransjekoder som dekket verdipapirforvaltning. Detaljert spesifisering av metodikken er gitt i Vedlegg 3. Vi ender opp med 4 separate kategorier av private investeringsselskaper. Antall selskaper og gjennomsnittlig andel aksjer av balansen for disse ulike kategoriene – sum alle år – er gitt i Tabell 4:

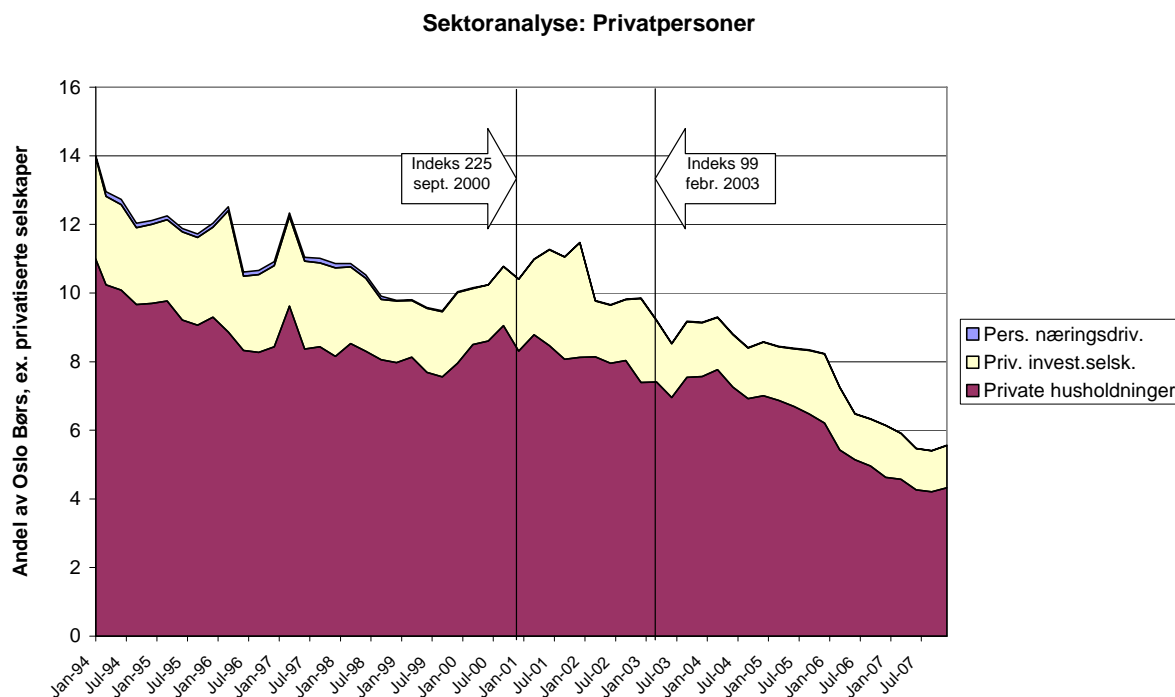
Tabell 4: Kjennetegn ved antatt private investeringsselskaper.

(Firma-år)	Alle bransjer		"Finansiell tjenesteyting"		Sum	
	Antall	Aksjeandel	Antall	Aksjeandel	Antall	Aksjeandel
Alle eiere	48 264	51 %	8 754	65 %	57 018	53 %
Kun person-eiere (2005)	70 096	49 %	6 972	71 %	77 068	51 %
Sum	118 360	50 %	15 726	68 %	134 086	52 %

Alle disse selskapene har minimalt med ordinær drift og har registrert en vesentlig andel av sin balanse i verdipapirer. Eierdefinisjonen skiller mellom de selskapene vi med sikkerhet i år 2005 kunne definere som kun eid av privatpersoner – og de samme selskapene i tidligere år – og alle andre selskaper der vi i liten grad kjenner eierforholdene utover grovdelingen i regnskapsdataene. Bransjedefinisjon viser de selskapene i grunnutvalget som bransjemessig er knyttet til verdipapirer.

Kategorien privatpersoner omfatter dessuten personlig næringsdrivende.

Figur 15:



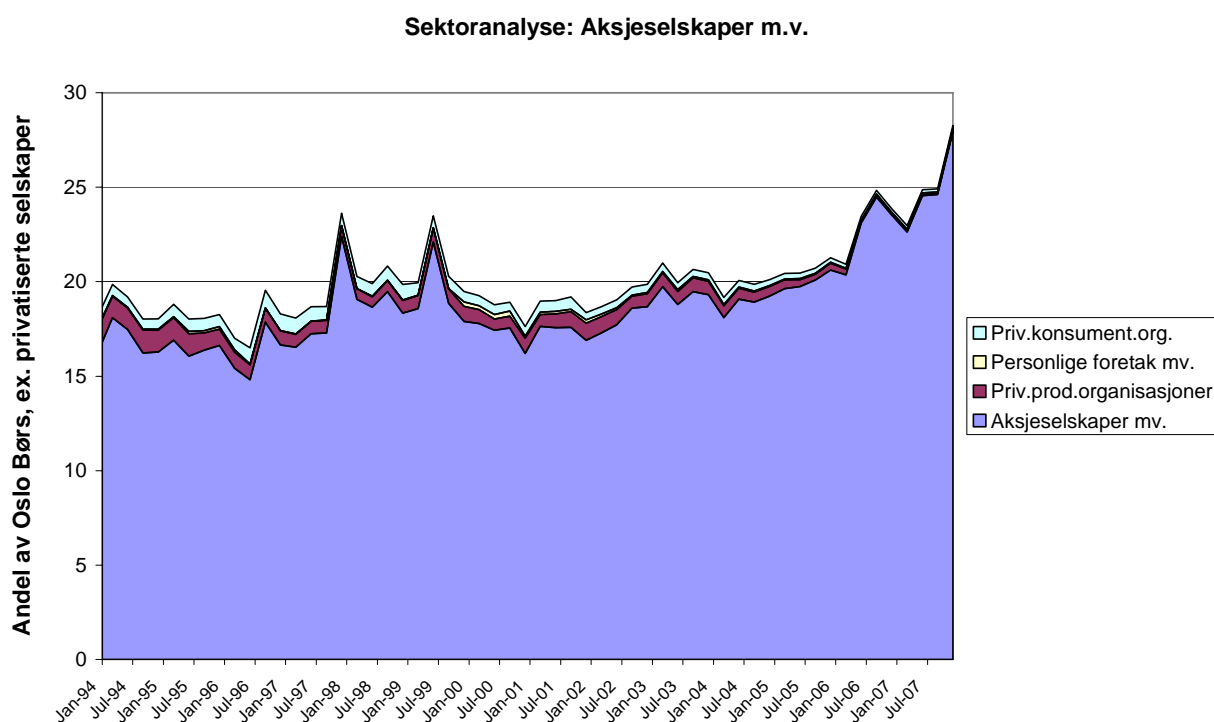
Samlet sett har sektoren Privatpersoner blitt mer enn halvert, fra 14,0 % til 5,6 %, av utvalget. Husholdningene har gjort det største absolutte avsalget, men private investeringsselskaper har

også falt fra 3,0 % til 1,2 % - andel. Dette indikerer også at våre forsøk på å skille ut investeringsselskapene enten ikke har fanget opp de faktiske selskapene, eller at omfanget av slike selskapers investeringer i det norske børsutvalget, selv de siste årene, er lite. Det er for øvrig indikasjoner på at innenfor perioden har husholdningene kjøpt i stigende marked og solgt i fallende, mens de private investeringsselskapene varierer mer og har også i større grad kjøpt i fallende marked, der markedsutviklingen er markert med toppen av boomen i september 2000 og markedsbunnen i mars 2003.

5.2.2 Private selskaper

Sektoren Private selskaper består av aksjeselskaper (unntatt de selskapene vi tidligere har definert som private investeringsselskaper), samt personlige foretak og produsent eller konsumentorienterte ideelle organisasjoner. Aksjeselskapene dominerer kategorien og har økt sin andel fra 16,8 % til 27,9 % i perioden. Den største delen av veksten har kommet de siste to årene siden andelen så sent som i mars 2006 var på 20,4 %. Dette indikerer at vår definisjon av investeringsselskaper ikke fanger opp volumet av disse, trolig siden de større investeringsselskapene er eid av andre selskaper i en holding/konsernstruktur. Det har dessuten vært enkelte større børsnoteringer av selskaper der store private selskaper fortsetter som eiere. I mars 2007 representerte REC ASA 5,3 % av vårt børsutvalg og Orklas 40 % eierandel utgjorde i seg selv 2,1 % av aksjeselskapers samlede børsandel på 22,6 %. Sammenholdt med utviklingen i privatpersoners andel som har falt fra 5,4 % til 4,3 % i samme periode er det likevel en betydelig økning i denne sektorens samlede eierandel. Organisasjonenes andel har i perioden falt til et ubetydelig nivå og heller ikke personlig foretak har noen vesentlig andel.

Figur 16:



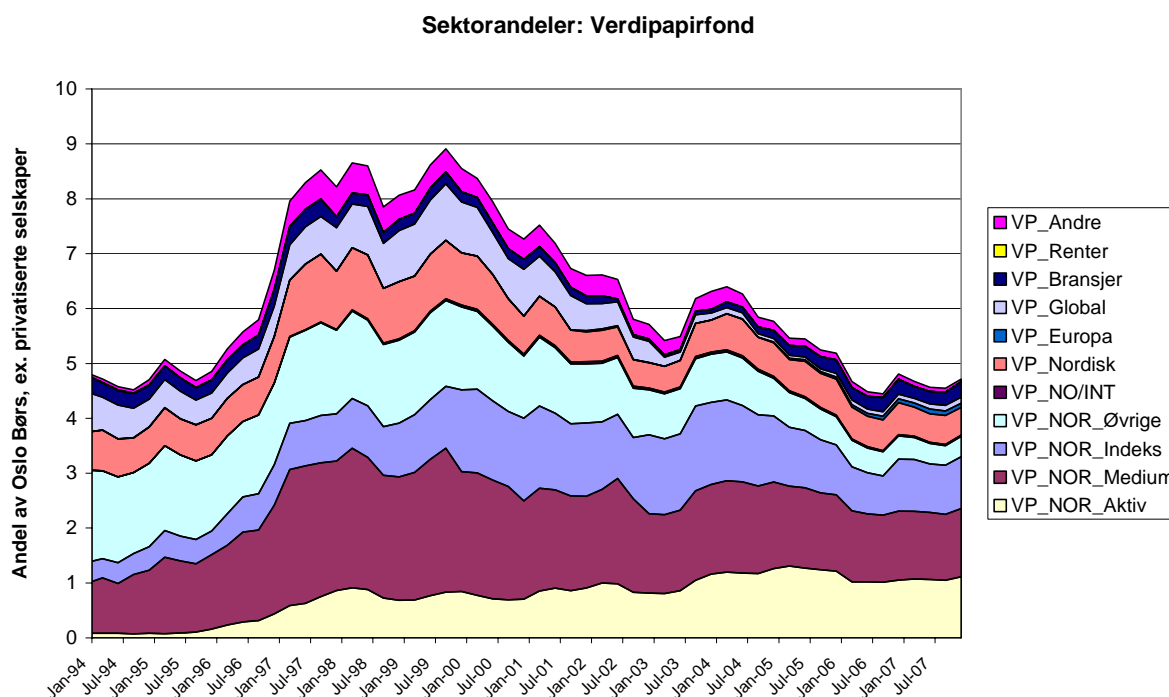
5.2.3 Verdipapirfond

Verdipapirfondenes utvikling illustrerer i særlig grad to historiske utviklingstrekk; den økte fondssparingen i Norge mot slutten av 90-tallet og den økende globale aksjediiversifiseringen etter tusenårsskiftet. Basert på statistikk fra Verdipapirfondenes Forening¹⁴ kan dette illustreres ved at mens fondenes samlede andel av utvalget i vår analyse går fra en topp på 8,9 % i september 1999 til 4,7 % i desember 2007, så har samlet forvaltningskapital i norsk-forvaltede aksjefond og kombinasjonsfond økt fra 85 mrd.kr til 204 mrd.kr. i samme periode.

Eierandelen de to mest aktive fondskategoriene øker tidlig i perioden og faller så raskt selv om de mest aktive fondene beholder sin andel relativt stabilt ut perioden. Kategoriseringen av aktive fond er gjort i 2007 og ikke for enkeltår bakover slik at den nødvendigvis påvirkes av hvilke fond som til enhver tid eksisterte og mulige historiske mandatendringer. I de første årene av analyseperioden var dessuten ikke bevisstheten rundt forvaltning mot benchmark like høy i alle forvaltningsmiljøer slik at kategoriseringen blir enda mer uklar.

Innenfor dette hovedbildet er det interessant at indeksfond økte sterkt fra rundt 1997 for så å falle mer tilbake de siste årene. Tilsvarende har bransjefond en viss andel både i starten og slutten av perioden, selv om de nesten er ute i de vanskelige årene rundt 2002.

Figur 17:



Analysen av verdipapirfondenes utvikling henger også sammen med et viktig utviklingstrekk i denne perioden ved at formuer som tidligere var investert direkte i markedet nå i større grad

¹⁴ www.vff.no

investeres via fond. Dette antas i særlig grad å gjelde moderat formuende privatpersoner, mindre selskaper og organisasjoner, men også livsforsikringsselskap og pensjonskasser. Aksjefond er en risikomessig og operasjonelt effektiv måte å diversifisere mindre porteføljer på, selv om de av mange vurderes å ha høye kostnader. Aksjefond har tradisjonelt vært passive som eiere i selskapene og i liten grad engasjert seg aktivt overfor styre og ledelse, men heller ”stemt med beina”. I analysen av eierstruktur vil investeringer via aksjefond gjøre at investor forhindres fra aktivt eierskap.

Blant livsforsikringsselskapene er det i særlig grad Unit Link (Fondsforsikrings-)selskapene som har store fondsplasseringer siden deres modell er basert på at kundene selv kan velge i hvilke fond deres pensjonskapital skal investeres. Disse selskapene er forholdsvis nye i Norge og inngår i bransjestatistikken først fra 1998 og da med svært små beløp. Aksjefond er også mye benyttet av pensjonskasser og de minste av de tradisjonelle livsforsikringsselskaper ut fra en ressursvurdering opp mot forsvarlig forvaltning av direkteinvesteringer. I en analyse av eierstruktur fanges derfor ikke disse investorenes andeler via verdipapirfond opp, men effekten på utviklingen er også at uten livsforsikringsselskapenes og pensjonskassenes fondsinvesteringer så ville verdipapirfondenes andel ha falt ytterligere i siste del av analyseperioden.

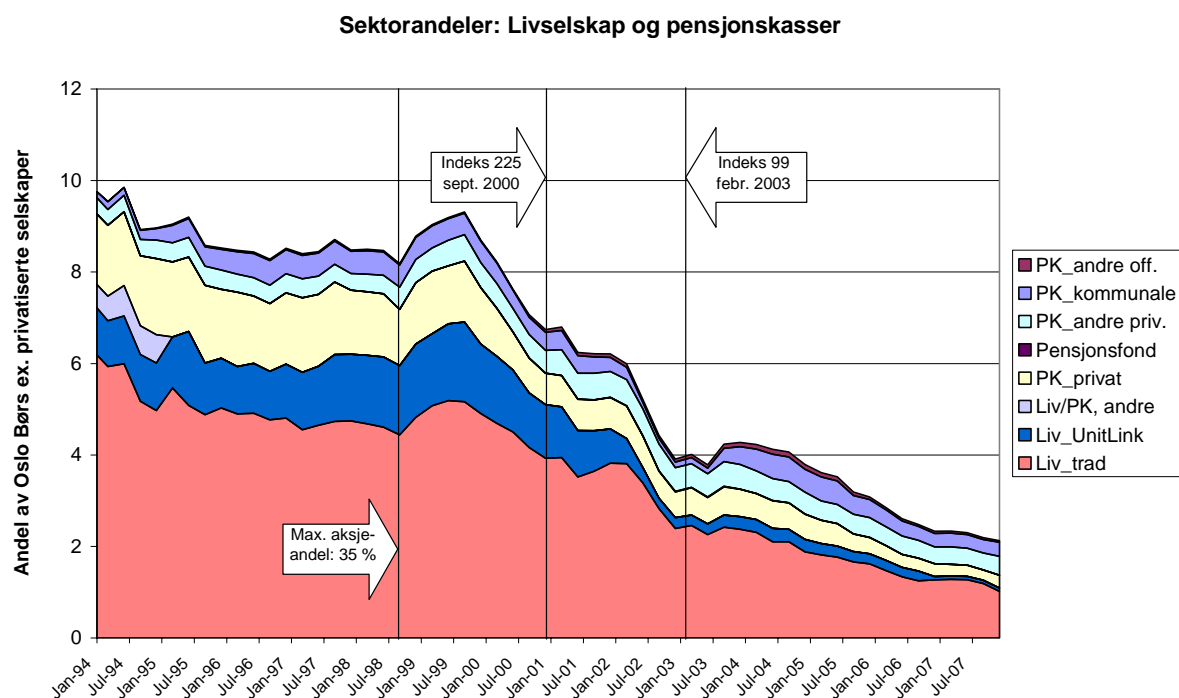
5.2.4 Livsforsikringsselskaper og pensjonskasser

Livsforsikringsselskap og ulike former for pensjonsinnretninger er i de fleste markeder en stor del av de institusjonelle investorene. Det er ikke tilfelle i Norge, jfr. Tabell 3 ovenfor, dels grunnet relativt lav andel av langsiktig sparing i slike innretninger og delvis grunnet begrensningene i aksjeinvesteringer. I denne perioden og særlig i siste del har en økende del av dette igjen blitt plassert internasjonalt. I tillegg har trolig en del av investeringene blitt omplassert til verdipapirfond som kommentert ovenfor. Vi ser nærmere på deres investeringsadferd i kapittel 7 og i pkt. 8.1.

Livsforsikringsselskapenes og pensjonskassenes eierskap av Oslo Børs falt fra 9,8 % til 2,1 % i analyseperioden, dog med et lokalt toppnivå på 9,3 % i september 1999. Under forutsetning av at disse er aktive eiere, er dette i et eierperspektiv en vesentlig reduksjon av aktivt eierskap. I tillegg til den langsiktige utviklingen, viser analysen at liberalisering av adgangen til å investere i aksjer har forårsaket større skift i andelen ved to anledninger. I 1994 ble 20 % -rammen tonet ned ved at man innførte et mer generelt krav til forsvarlig forvaltning, og i 1998 ble den eksplisitte rammen økt til 35 %. Blant pensjonskassene er det et tydelig skille mellom private og offentlige kasser ved at de private også historisk har hatt store investeringen på Oslo Børs, mens de offentlige tilsynelatende alltid har ligget lavt. De private har derfor også falt mest, fra 1,9 % til 0,7 % over perioden.

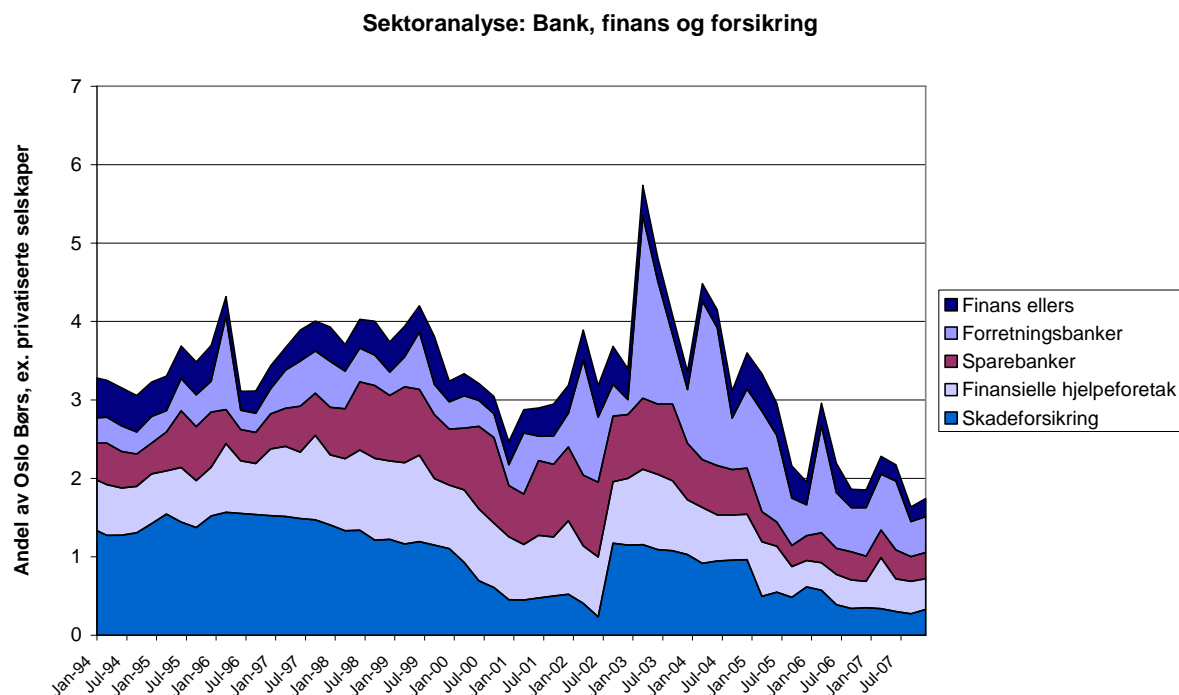
Figur 18 indikerer at sektoren økte sine investeringer etter at 35 % - åpningen kom, sammenfallende med avslutningen av markedsoppgangen. Det er likevel positivt at de stort sett har begynt å selge seg ned igjen ett år før markedet snudde etter boomen i 2000. Etter at markedet snudde opp igjen i 2003 har man likevel bare i begrenset grad økt investeringene. Det er viktig å merke seg at dette blir en partiell analyse av deres investeringer i norske aksjer uten å hensynta øvrige investeringer i aksjer eller andre aktiva. Unit Linkselskapenes betydelige andel fra starten av perioden, lenge før de var av noen størrelse i forsikringsmarkedet, antas å bero på en feilkoding.

Figur 18:



5.2.5 Bank og forsikring

Figur 19:



Finansinstitusjonenes andel preges av fallende investeringer gjort av finansielle hjelpeforetak og skadeforsikring, og sterkt svingende investeringer fra bankene. Det siste antas å knytte seg primært til at bankene stort sett tar eierposisjoner i børsnoterte selskaper enten i forbindelse med egen oppkjøpsaktivitet eller for å reorganisere låntakerselskaper i finansielle problemer. Problemene i Pan Fish ASA i 2002 er et slikt eksempel som medførte at Nordea og DnB ble

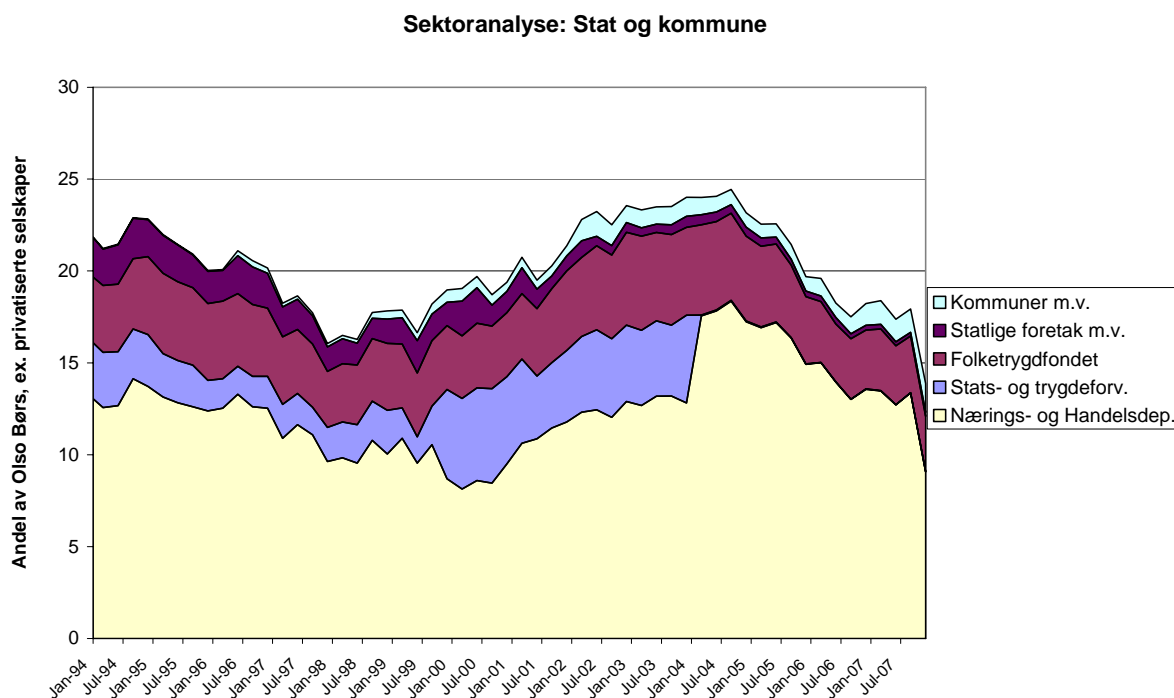
store eiere og forklarer en stor del av økningen i forretningsbankenes samlede børsandel fra 0,2 % til 2,3 % ved årsskiftet 2002/2003. Bankenes adgang til å holde ordinære investeringsporteføljer på egen bok er svært begrenset under norsk regelverk. Samlet faller sektorens andel fra 3,3 % til 1,7 %, et stort relativt fall, men uansett på et svært lavt nivå, børsmarkedet sett under ett. Kategorien Finansielle hjelpeforetak omfatter bankenes sikringsfond, forvaltningsselskaper for verdipapirfond, verdipapirforetak og lignende og viser en jevnt fallende andel.

5.2.6 Stat og kommune

Offentlige eiere utgjør en betydelig andel av eierskapet i selskaper på Oslo Børs også etter vår utelating av privatiserte selskaper fra datasettet. Samlet andel faller fra 21,8 % til 13,9 % i dette utvalget. Innenfor denne kategorien faller andelen eid av Folketrygdfondet fra 3,6 % til 3,0 %, med en topp på 5,1 % i mars 2003. Fondet representerer slik sett en stabil eier i børsmarkedet som over lengre perioder omtrent har latt sine investeringer følge den samlede børsutviklingen. De store postene eid av Staten- og trygdeforvaltningen inkludert departementene endres pr. 31.12.2003 ved at alle vesentlige poster fra denne dato eies av Nærings- og Handelsdepartementet. Endringen gjelder primært DnB NOR siden de privatiserte selskapene allerede er utelatte fra dataene.

Investeringene fra offentlige eiere er for øvrig relativt stabile, med to vesentlige unntak i denne perioden (bortsett fra privatiseringene); refinansiering/overtagelse og senere avsalg av banker etter bankkrisen i starten av perioden, Norsk Hydros overtagelse av Saga Petroleum i 1999 og virkningene av oppdelingen av Norsk Hydro (Yara, StatoilHydro) i siste del av perioden. I vårt utvalg gir delingen av Norsk Hydro en reduksjon i offentlig sektors eierandel siden olje-delen som går inn i StatoilHydro er utelatt fra den perioden dette var effektivt (siste kvartal 2007).

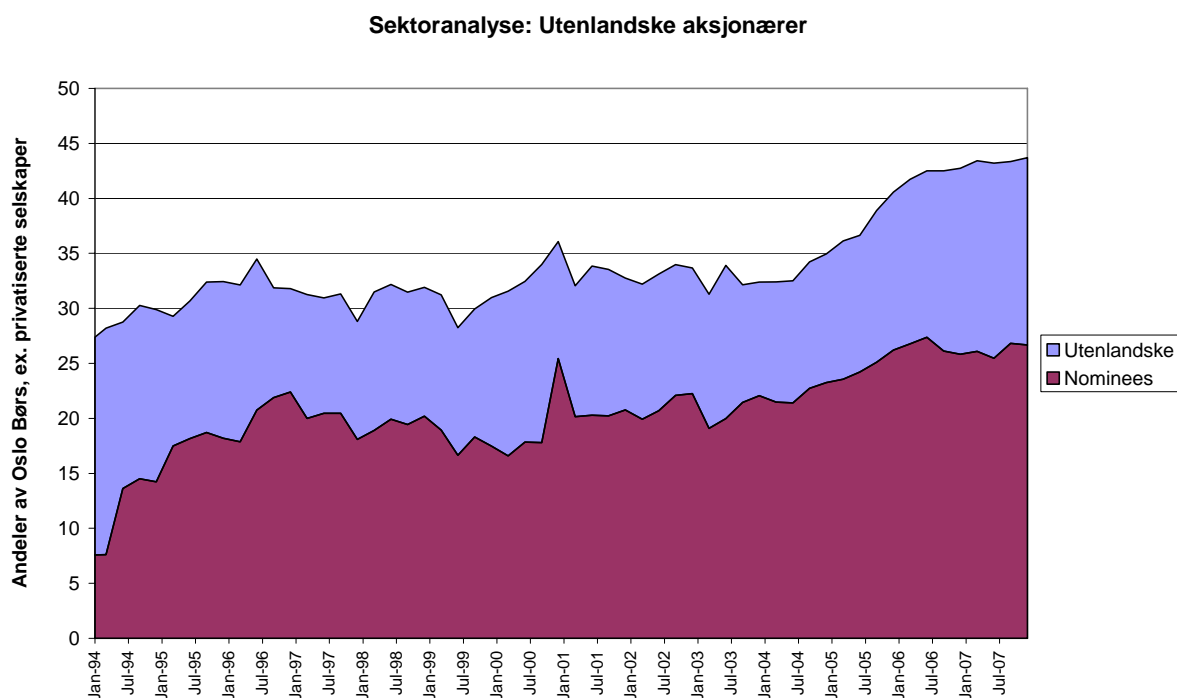
Figur 20:



5.2.7 Utenlandske aksjonærer

Den sterkest økende kategorien eiere i perioden er utenlandske aksjonærer, særlig nominee-registrerte som alene øker fra 7,6 % til 26,7 % i perioden. Kjente utenlandske aksjonærer faller tilsvarende fra 19,8 % til 17,0 % og det er grunn til å tro at det er en del overgang mellom disse kategoriene. Sektorutviklingen er relativt stabil midt i perioden, med markert vekst først og sist. I forbindelse med EØS-avtalen i 1994 opphevdte Norge diskrimineringen av utenlandske aksjonærer samt tillot investering via nominee/forvalter-konti forutsatt innsyns adgang for Kredittilsynet. Dette letter, alt annet like, utlendingers adgang til å investere i norske aksjer. Veksten i utlendingers andel fra samlet 27,4 % i januar 2004 til 43,7 % ved utløpet av perioden skjer særlig raskt. Denne endringen sammenfaller med perioden med sterkt økning av oljeprisen og det kan være en del av forklaringen. Vi analyserer dette nærmere i avsnitt 7.3.

Figur 21:



5.3 Aktive eiersektorer

Figur 22 viser sektorer som antas å domineres av "aktive eiere" (jfr. kommentarene overfor), ved bruk av ulike markedsdefinisjoner:

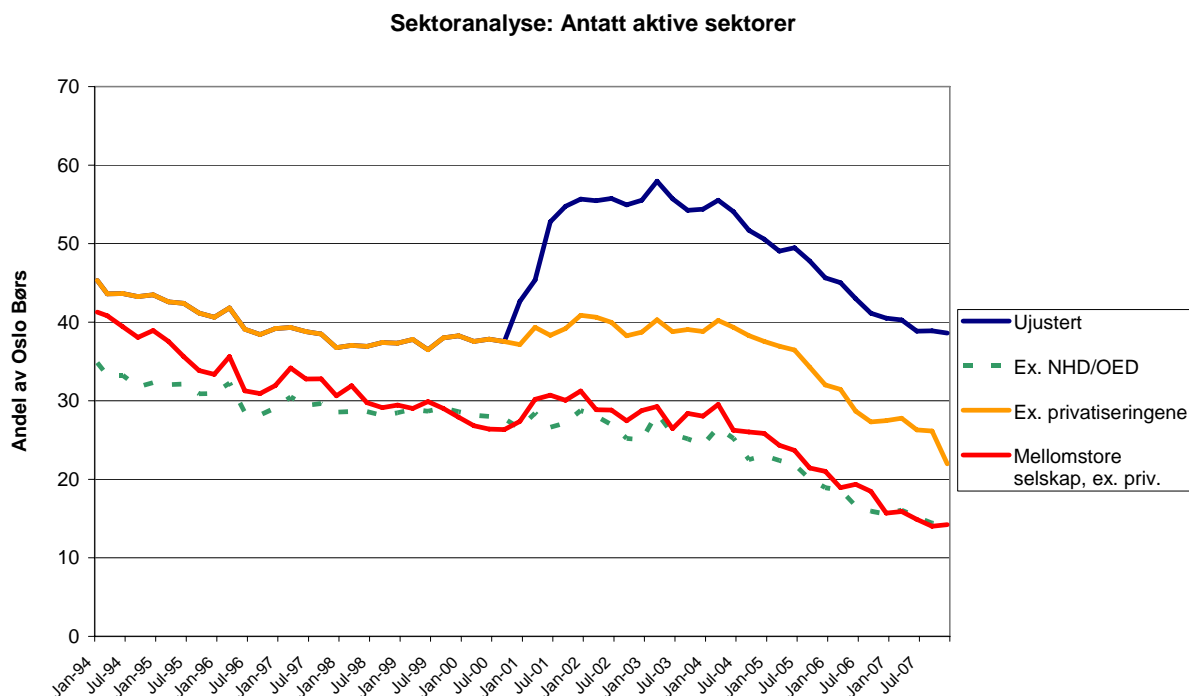
- Ujustert datasett
- Uten Nærings- og handelsdepartementet og Olje- og energidepartementet
- Uten privatiserte selskaper (Statoil, StatoilHydro, Telenor og Cermaq)
- For mellomstore selskaper, definert som de som ligger mellom 40 – 95 fraktile av selskapsfordelingen etter størrelse for de enkelte kvartaler.

Vi definerer i denne omgang følgende sektorer som sannsynlig aktive eiere:

- Verdipapirfond som driver aktiv forvaltning
- Private pensjonskasser
- Livsforsikringsselskaper
- Private investeringsselskaper
- Stats- og trygdeforvaltningen
- Folketrygdfondet
- Nærings- og handelsdepartementet (NHD)
- Olje- og energidepartementet (OED)
- Banker
- Finansielle hjelpeforetak
- Private husholdninger

Utenlandske aksjonærer er en svært sammensatt gruppe, men vi velger å være forsiktige og definerer dem som passive. Tilsvarende gjelder private (aksje-)selskaper. Inndelingen er åpenbart unyansert, men alt tyder på at sektorer som antas å typisk være mer aktive har en fallende andel av Oslo Børs. Nyanseringen er at om de privatiserte selskapene inkluderes, så representerer statens aktive eierskap en markert økning av aktiv andel. Dersom utvalget begrenses til enten mellomstore selskaper eller at NHD/OED utelukkes så er den fallende trenden monoton i hele perioden. Ved å benytte grunnforutsetningen i dette prosjektet om å utelate de privatiserte selskapene er bildet for de øvrige selskapene omtrent uendret fram til år 2004, for så å nærmest halveres de siste årene av perioden.

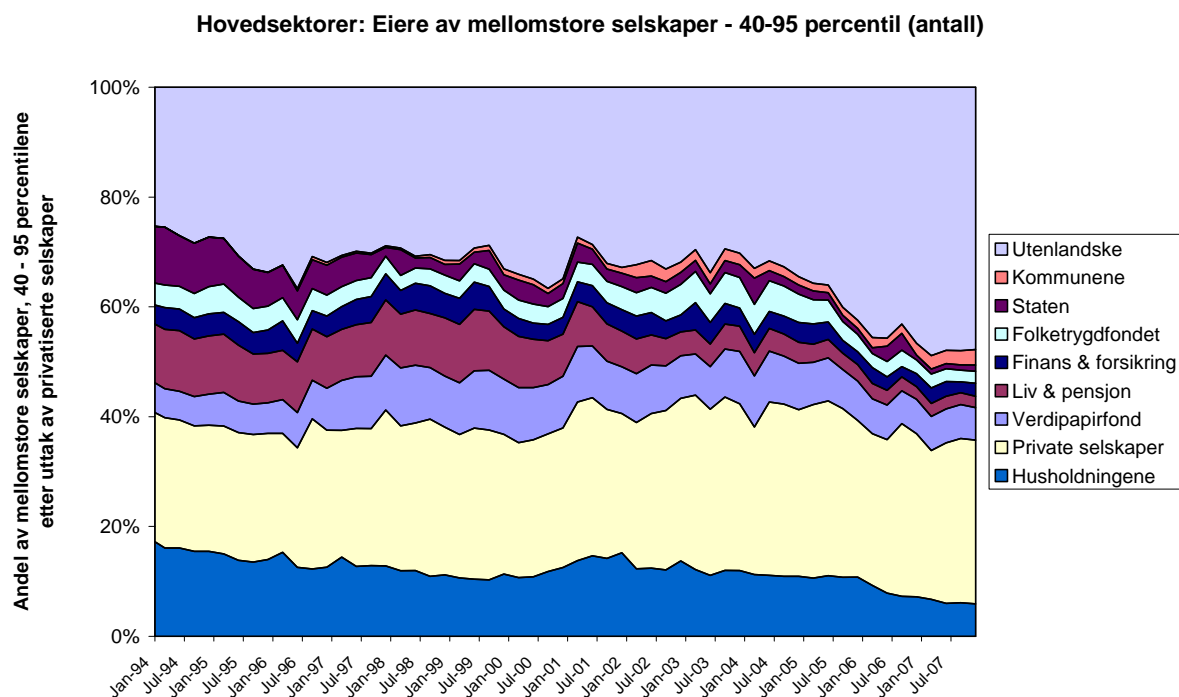
Figur 22:



5.4 Mellomklasseselskaper

Oslo Børs preges av en svært stor spredning av selskapsstørrelser som diskutert innledningsvis, noen selskaper er svært store og mange er svært små, se Tabell 1 (punkt 2.1). I vår analyse av eierskapsutvikling er det derfor interessant å utelate de minste og de største selskapene og fokusere på de mellomstore selskapene, her kalt "mellomklassen". En underliggende forutsetning for dette utvalget er at de største selskapene er eksponert mot marked, media, analytikere og andre disiplinerende krefter og de minste selskapene er oversiktlige i seg selv, slik at eierskap og corporate governance i bredere forstand er mer relevant å analysere for mellomklassen. Vi har definert mellomklasseselskapene som de selskapene som ligger mellom 40 fraktil og 95 fraktil når selskapene er sortert stigende i verdi fra de minste til de største. Vi gjør dette utvalget på kvartalsbasis, slik at selskapsutvalget vil variere mellom periodene. Figur 23 viser eierfordelingen for hovedsektorene for disse selskapene og kan illustrere hvordan den avviker fra sektorfordelingen for hele markedet vist ovenfor. Hovedforskjellen er at private selskaper har en større andel gjennom hele perioden og at utenlandske aksjonærer i enda større grad øker sin andel gjennom de siste årene i perioden. For øvrig er det interessant at både husholdningene og institusjonelle investorer (liv/pensjon, Folketrygdfondet, verdipapirfondene) også her har små og fallende andeler. Offentlig sektor for øvrig har også en svært liten eierandel i disse selskapene.

Figur 23:



6.0 Eierkonsentrasjon

Eierstrukturanalyser fokuserer på ulike selskapsrelaterte indikatorer for aksjonærenes finansielle incentiver i et børsnotert selskap. Vi analyserer om eierskapet og derfor antatt involvering fra de største aksjonærene er styrket eller svekket i perioden. Selskapene analyseres hvert kvartal og vi beregner så gjennomsnittlige måltall for aktuelle konsentrasjonsmål for tverrsnittet det kvartalet. Vi studerer så utviklingen av disse gjennomsnittene over tid. Denne angrepsvinkelen inkluderer de selskapene som til enhver tid er noterte, men følger nødvendigvis ikke de enkelte selskapene over tid. Vi gjennomfører også analysene på aktuelle underutvalg av selskapene og disse er gjengitt sist i hvert delkapittel.

6.1 Analysemetodikk og selskapsutvalg

Vi analyserer eierstrukturen ved bruk av fire ulike metoder:

- *Største eiers andel.* Den aksjonæren som har størst eierandel ventes å ha sterkeste incentiver for å drive selskapet i rett retning, og det er derfor interessant å studere denne aksjonærenes andel, både som gjennomsnitt og fordeling.
- *De største eiernes andel.* Tilsvarende som for den største aksjonæren er det interessant å analysere samlet eierandel for de 5, 10 eller 25 største aksjonærene siden dette indikerer hvor mye stemmemakt som er samlet blant disse gruppene i situasjoner der selskapets aksjonærer skal stemme over en kontroversiell beslutning.
- *Antall eiere for å nå gitte eierandeler.* I norske selskaper kreves det 10 % eierandel for å kreve en ekstraordinær generalforsamling, mer enn 1/3-del av stemmene kan stoppe en vedtektsendring i en generalforsamling, mens øvrige generalforsamlingsbeslutninger krever minst 50 % flertall. Det antall aksjonærer som er nødvendige for å nå disse eiergrensene er derfor et interessant mål siden det viser hvor store allianser som kreves for å være helt sikker på å oppnå eller forhindre enkeltbeslutninger for selskapet.
- *Konsentrasjonen mellom aksjonærene (10 % / 34 % / 50 %).* I tillegg til å se på antallet aksjonærer som kreves for å nå visse eiergrenser, er det interessant å se på det innbyrdes styrkeforholdet disse imellom, er de jevnbyrdige eller er noen sterkt dominerende. Vi beregner Herfindahl/Hirschmann indekser innenfor de enkelte eiergrensene som et mål på dette. Denne indeksen beregnes ved først å beregne den enkelte aksjonærs relative andel av eierandelen, for eksempel en eier av 3 % av selskapet har en andel på 0,30 av de som samlet eier 10 % av selskapet. Denne andelen kvadreres så og summeres over alle aksjonærene innen gruppen. I eksempelet vil derfor aksjonæren bidra med 0,09 til konsentrasjonsindeksen. Dersom det kun er en annen aksjonær som eier 7 % av selskapet, vil vedkommendes andel innen 10 % - gruppen være 0,70 og bidraget til indeksen 0,49 slik at samlet indeks blir på 0,56. Dersom de hadde hatt samme posisjon (5 %) hadde indeksen vært 0,50 som representerer nøytral konsentrasjon og jevnbyrdige aksjonærer.¹⁵

¹⁵Det finnes en god oversikt over aktuelle konsentrasjonsmål i J.A.Bikker og K.Haaf: "Measures of competition and concentration in the banking industry: A review of the literature." (2000).

Disse analysene utføres i hovedsak likeveid, dvs. at alle selskaper teller lik i beregning av gjennomsnitt. Vi beregner i tillegg de viktigste måltallene verdiveid, dvs. at måltallet fra det enkelte selskap veies med dette selskapets andel av samlet markedsverdi for børsen på det aktuelle tidspunktet. Dette gjør nødvendigvis at større selskaper betyr mer for nøkkeltallene som de jo også gjør i en portefølje som er sammensatt som børsen.

Vi anvender disse analysene på ulike utvalg, definert som følger:

- *Alle selskapene.* Dette er alle hovedregistrerte selskaper på Oslo Børs i perioden, dog unntatt de privatiserte selskapene (Statoil, StatoilHydro, Telenor og Cermaq) som motivert tidligere.
- *Små selskaper.* Definisjonen av små selskaper følger samme prinsipp som Oslo Børs' Small Cap index. Ved å sortere alle selskaper etter stigende markedsverdi, inkluderer man som "små" de selskapene som samlet utgjør 10 % av markedsverdien til alle børselskapene. Denne beregningen gjøres for hvert enkelt kvartal, mens Oslo Børs kun reviderer sin indeks halvårlig. Vi har dessuten i utgangspunktet utelatt de privatiserte selskapene slik at vårt utvalg blir mindre. Det vil derfor ikke være fullt samsvar mellom vårt utvalg og de selskapene som inngår i den publiserte indeksen. I rapporten forøvrig henviser begrepet "Små" generelt til denne gruppen om ikke annet er nevnt.
- *Store selskaper.* Dette er de selskapene på Oslo Børs som til enhver tid *ikke* inngår i small cap definisjonen og som derfor utgjør de største 90 % av børsverdien. Begrepet benyttes tilsvarende som en generell henvisning til denne gruppen av selskaper.
- *Startselskapene.* Dette er de selskapene som var børsnoterte i starten av datasettet, januar 1994, og som så følges så langt fram i tid som de er noterte. Dette gir større grad av konsistens i utvalget over tid, selv om noen nødvendigvis går ut. Disse selskapene vil typisk være modne selskaper som har vært notert lenge.
- *Sluttselskapene.* Dette er de selskapene som er børsnoterte ved slutten av datasettet, desember 2007, og som så følges så langt tilbake som de finnes i datasettet. Dette gir og større konsistens, men skiller seg fra startselskapene ved at mange av dem har blitt nyneterte i perioden og slik sett er "unge" i forhold til hele utvalget.
- *Mellomklasseselskapene.* Disse velges ut ved tilsvarende metodikk som småselskapene, men her beholder man de som ligger mellom 40 fraktil og 95 fraktil i størrelsesfordelingen (fra de minste til de største) det enkelte kvartal. Motivasjonen er at disse selskapene skiller seg både fra det store antall svært små selskaper og fra de få, men verdimesig dominerende selskaper.
- *Kvintiler.* Vi deler her inn selskapene fra de minste til de største i blokker som hver inneholder 20 % av antallet selskaper i utvalget. Dette gir en mer nyansert oppdeling enn bare å se på store og små selskaper.
- *Nyneterte selskaper.* Vi velger ut de selskapene som børsnoteres og ser på utviklingen de første 10 kvartalene etterpå, uavhengig av kalenderår. Vi kontrollerer her for at alle selskapene i utvalget faktisk overlever 10 kvartaler for å gi sammenlignbare tall. Valget av 10 kvartaler er en skjønnsmessig avveining mellom å både sikre en viss periodelengde og å holde den kort for at ikke utvalget blir for lite.
- *Delistede selskaper.* Vi velger tilsvarende ut de selskapene som går av børs og ser på utviklingen de siste 10 kvartalene de er på børs, uavhengig av kalenderår. Vi kontrollerer her for at alle selskapene faktisk har vært noterte i minst 10 kvartaler før de går av børs. Vurdering av perioden tilsvarende den for nyneterte selskaper.

Denne bredden av analyser og utvalgsdefinisjoner gir etter vår vurdering et dekkende bilde av eierstrukturen i selskapene på Oslo Børs i denne perioden. I de enkelte grafiske framstillingene har vi avgrenset skalaen på y-aksen etter observasjonene for å få fram større detaljgrad uten at det betyr at variasjonene nødvendigvis er vesentlige i økonomisk forstand. Vi benytter også med svært få unntak gjennomsnittstall og ikke medianer, dette er basert på mange stikkprøver av fordelinger og et ønske om å gjøre resultatene oversiktlige og standardiserte.

6.2 Største aksjonærs eierandel

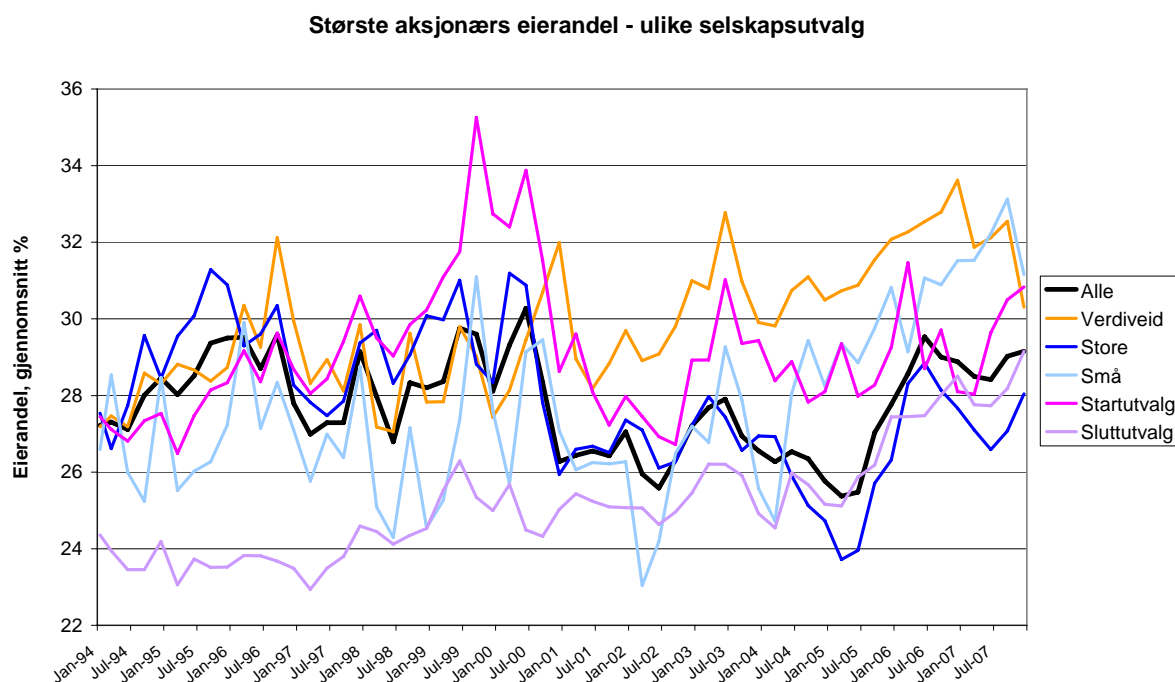
Tabell 5 oppsummerer gjennomsnittlig eierandel for den største aksjonæren for ulike selskapsutvalg og tidspunktene januar 1994, desember 2000 og desember 2007:

Tabell 5:

Største eiers andel	Største eiers andel			
	(%)	1994	2000	2007
Alle		27,2	26,3	29,2
Store		27,5	25,9	28,0
Små		26,6	27,1	31,2
Verdiveid		27,2	32,0	30,3
Startutvalg		27,5	31,5	30,8
Sluttutvalg		24,4	25,0	29,2

Samlet sett er variasjonen liten, men Figur 24 viser hvordan denne andelen varierer til dels betydelig over tid for de ulike utvalgene største aksjonærens eierandel fordeler seg i hovedkategorier.

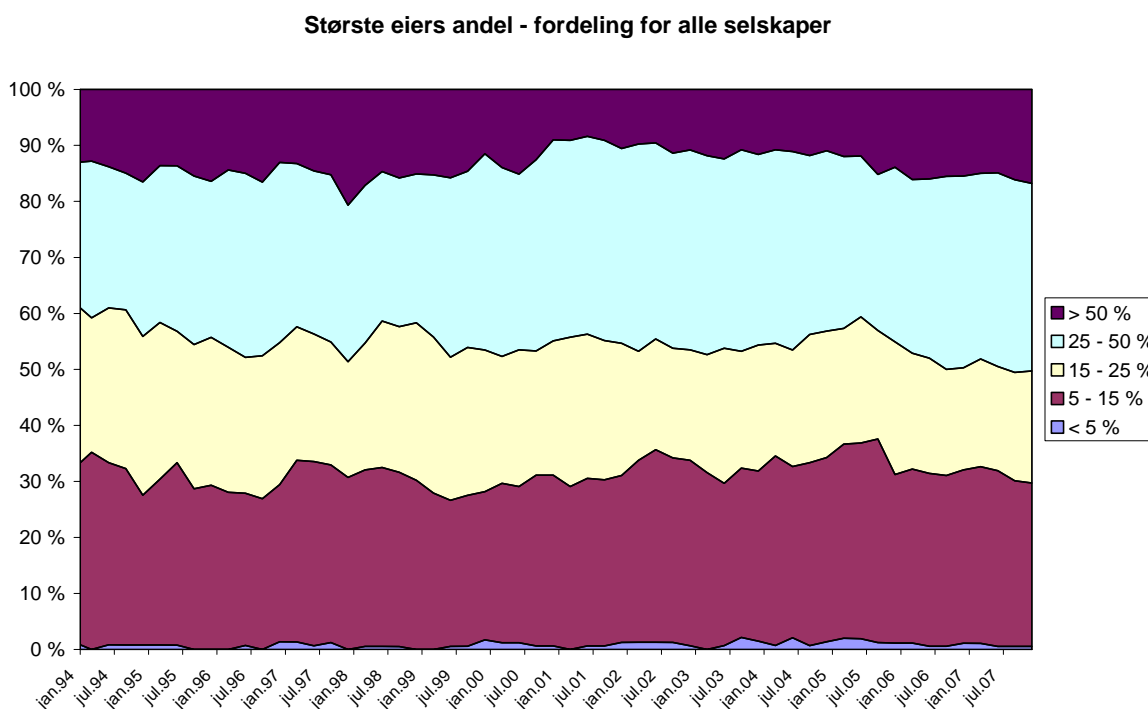
Figur 24:



Tallene viser at i gjennomsnitt for alle selskapene har største eiers andel økt fra 27 % til 29 % i perioden. Det er ingen store forskjeller etter underutvalg, bortsett fra at de nye selskapene (sluttutvalget) stort sett har lavere andeler, men har høyest vekst, og modne selskaper (startutvalget) og store selskaper har spesielt høye andeler i årene 2000/2001. Det er også interessant at selv om de små selskapene har høyere andeler enn de store, så ligger det verdiveide gjennomsnittet enda høyere. Dette viser at når markedsverdien av hvert enkelt selskap inkluderes drar de aller største selskapene gjennomsnittet vesentlig opp. For øvrig ser vi at gjennomsnittet for alle utvalgene øker svakt over tid.

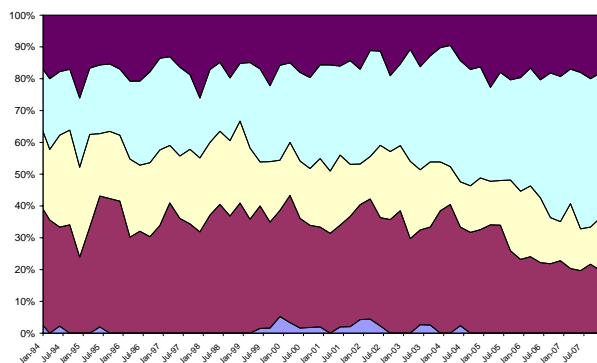
Figur 25 viser fordelingen av største eiers andel i hovedkategorier. Denne viser at ved slutten av perioden har 1/3-del av selskapene største aksjonærs andel mellom 5 % og 50 % og svært få har under 5 %. Det er også interessant at i desember 2007 har 16,7 % av selskapene en største aksjonær som har rent flertall (>50 %). Bildet er stabilt over tid og samsvarer slik sett med utviklingen for gjennomsnittet i figuren over.

Figur 25:

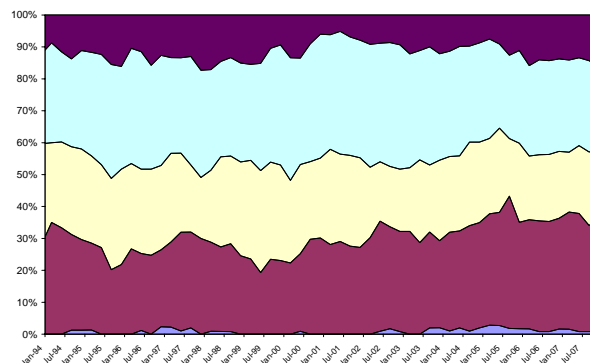


De neste figurene, nr. 24 og nr. 25, viser den samme fordelingen for henholdsvis små og store selskaper på Oslo Børs. Den største aksjonæren i små selskaper har gjennomgående en større andel enn i de store selskapene, eksempelvis har 45 % av eierne 25 – 50 % andel mot 27 % for de store selskapene. Dette gjelder tilsvarende som for andelen med rent flertall og er en forskjell som har økt over tid. De store selskapene har tilsvarende fått en stadig større andel av største eiere med bare 5 – 15 % eierandel, fra 30 % til 34 % over perioden.

Figur 26: Største eier – Små selskaper.



Figur 27: Største eier – Store selskaper.



Disse størrelsene kan sammenlignes med Tabell II, Panel B, i Franks/Mayer/Renneboog: *Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?*¹⁶. Tabellen dekker eierfordeling for selskaper notert på Londonbørsen fram til 1993, og sammenligningen mot Oslo Børs er tatt inn i Tabell 6:

Tabell 6: Fordeling av største eiers eierandel.

Største eiers andel, gruppert for alle selskapene:	Franks/Mayer/Renneboog London, 1993	Oslo Børs (utvalg) 1994	Oslo Børs (utvalg) 2007
< 5 %	15,5 %	0,8 %	0,5 %
[5 – 15 % [58,1 %	32,5 %	29,2 %
[15 – 25 % [13,5 %	27,6 %	20,0 %
[25 – 50 % [11,6 %	26,0 %	33,5 %
> 50 %	1,3 %	13,0 %	16,8 %

Tabell 6 viser fordelingen av den største aksjonærens eierandel i kategorier på < 5 %, 5-15 %, 15-25 %, 25 – 50 % og over 50 %. Den viser at selskapene på Oslo Børs har langt mer dominerende største eiere enn på Londonbørsen. Eksempelvis har 40 % av selskapene i Oslo en største aksjonær som eier over 25 % av selskapet, mot kun 13 % av selskapene i London. I andre enden av fordelingen har 15,5 % av London-selskapene en største eier med under 5 % andel, mens under 1 % av selskapene i Oslo er i en slik situasjon. Sammenlignet med artikkelens funn for selskaper notert på London-børsen er de største aksjonærenes eierandel i gjennomsnitt rundt dobbelt så store (13,7 % mot 27,2 % i 1994).

6.3 De største eiernes andeler

Vi ser så på samlet prosentvis eierandel for gitt antall aksjonærer i gjennomsnitt for alle selskaper for hvert kvartal gjennom perioden.

¹⁶ Journal of Financial Intermediation, 10 (2001)

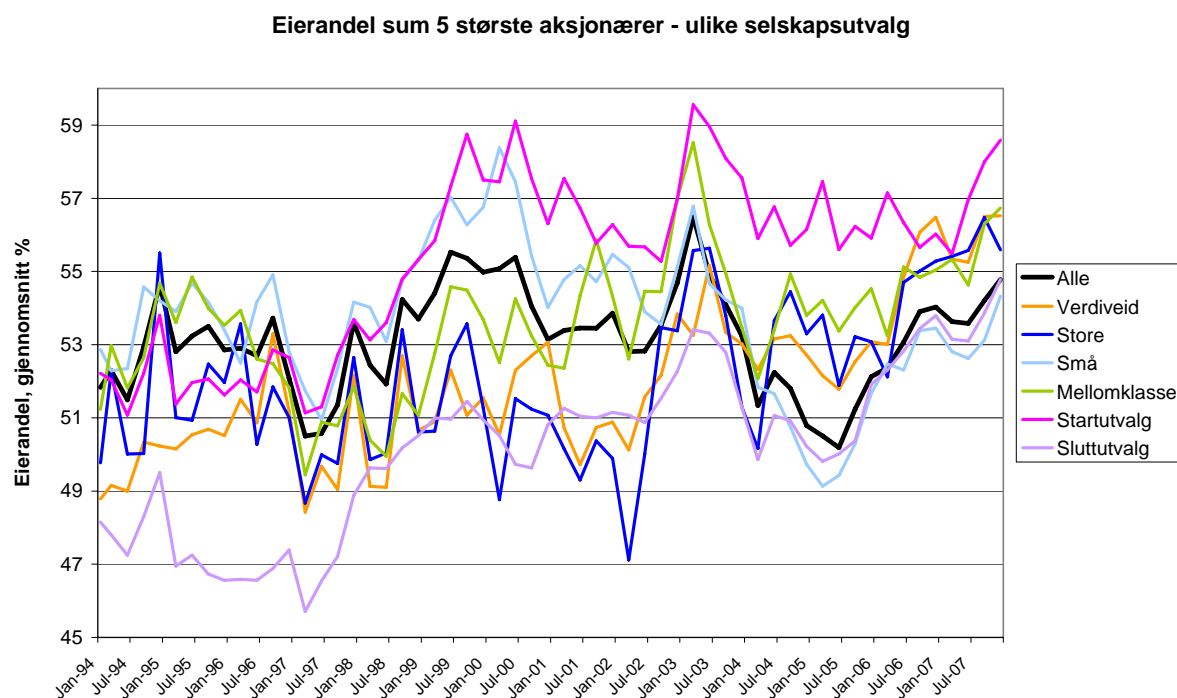
6.3.1 5 største aksjonæres andel

Tabell 7:

(%)	De 5 største aksjonærenes andel		
	1994	2000	2007
Alle	51,8	53,1	54,8
Store	49,8	51,1	55,6
Små	52,9	54,0	54,3
Verdiveid	48,8	53,1	56,5
Startutvalg	52,2	56,3	58,6
Sluttutvalg	48,1	50,8	54,8
Mellomklasse	51,2	52,4	56,7

Tabell 7 viser at det over perioden er en økende trend i de 5 største aksjonærenes andel uavhengig av utvalg. Størrelse og alder ser ut til å ha betydning siden både startutvalget og de verdiveide tallene er høye og har stor vekst.

Figur 28:



De 5 største aksjonærene hadde for hele utvalget i snitt den største andelen på 56,5 % i mars 2003. Små selskaper og for modne selskaper (startutvalget) hadde sine høyeste verdier i 1999/2000, på slutten av markedsoppgangen, mens øvrige utvalg har mindre variasjon. Et unntak er de nyneterte selskapene (sluttutvalget) som både har lavere andeler og ingen klar topp rundt 1999. Tallene viser for øvrig at variasjonen mellom utvalgene også har gått betydelig ned i perioden.

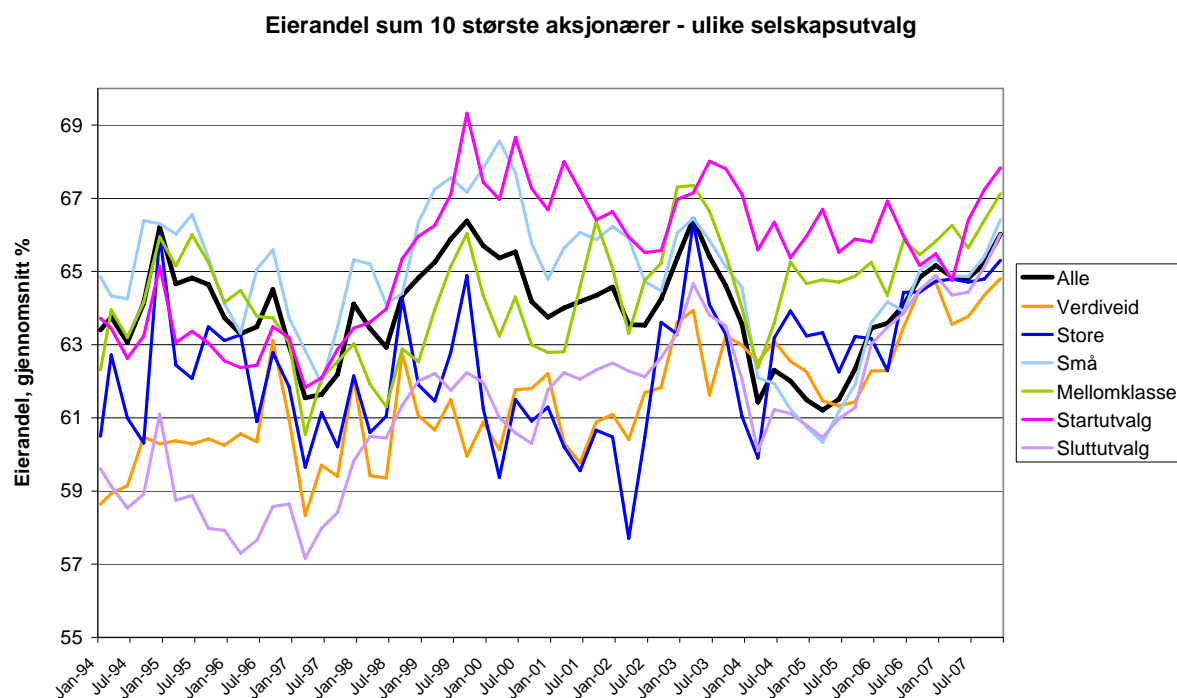
6.3.2 10 største aksjonærens andel

Tabell 8:

(%)	De 10 største aksjonærens andel		
	1994	2000	2007
Alle	63,4	63,7	66,0
Store	60,5	61,3	65,3
Små	64,9	64,8	66,4
Verdiveid	58,6	62,2	64,8
Startutvalg	63,7	66,7	67,8
Sluttutvalg	59,6	61,8	66,0
Mellomklasse	62,3	62,8	67,1

Tabell 8 viser at eierandelen til de 10 største aksjonærene øker mellom disse årene for alle utvalgene, og at det er svært liten variasjon i år 2007. Over perioden har Store og Verdiveid den største veksten i andel.

Figur 29:



Utviklingen for de 10 største aksjonærene hadde også her topp i 1999 og i 2003. Det er for denne gruppen enda klarere at variasjonen faller vesentlig de siste par årene av analysen. Økningen i sum eierandel, og dermed eierkonsentrasjon er særlig stor de siste tre årene, da øker den for alle selskapene fra 61,5 % til 66,0 % (12/2004 - 12/2007), og trenden er lik for alle utvalgsdefinisjoner. Andelen beregnet som verdiveid gjennomsnitt er fram til 2004 til dels vesentlig lavere enn de likeveide gjennomsnittene noe som indikerer at ikke bare har de største eierne i de store selskapene en mindre andel, men effekten øker med størrelse. De siste 3 årene av perioden er det likevel stor grad av sammenfall mellom like- og verdiveid gjennomsnitt. Forskjellen mellom gjennomsnittene for ulike utvalg ikke mer en i størrelsesorden 10 % - poeng i noen del av perioden. I et eierperspektiv viser dette at i gjennomsnittsselskapet, for alle utvalgsdefinisjonene, vil de 10 største aksjonærene ha rent flertall i generalforsamlinger med 100 % oppmøte.

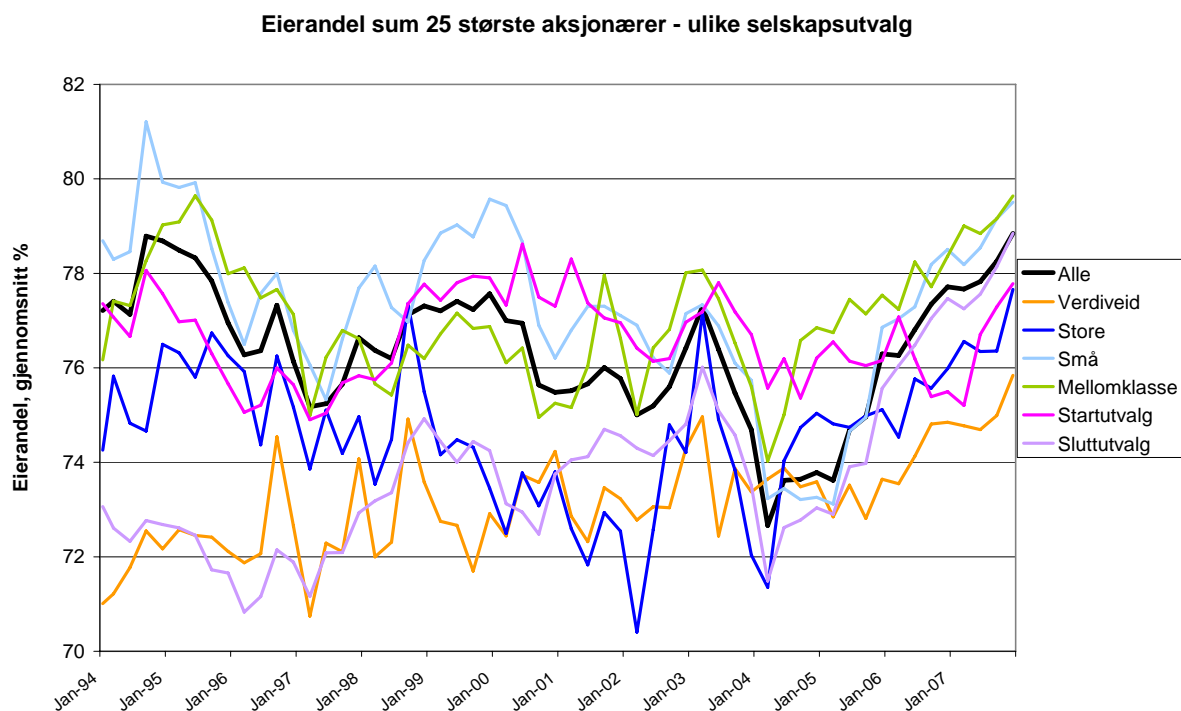
6.3.3 25 største aksjonærens andel

Tabell 9:

(%)	De 25 største aksjonærenes andel		
	1994	2000	2007
Alle	77,2	75,5	78,8
Store	74,3	73,8	77,7
Små	78,7	76,2	79,5
Verdiveid	71,0	74,2	75,8
Startutvalg	77,4	77,3	77,8
Sluttutvalg	73,1	73,8	78,8
Mellomklasse	76,2	75,2	79,6

Tabell 9 viser tilsvarende mønster som for de mindre eiergruppene. Store og Verdiveid har her noe lavere eierandel, sammenlignet med de andre utvalgene. Øvrige utvalg er stort sett stabile, selv om de har en vekst i siste periode opp til startnivået. Sluttutvalget har den største veksten over perioden samlet.

Figur 30:



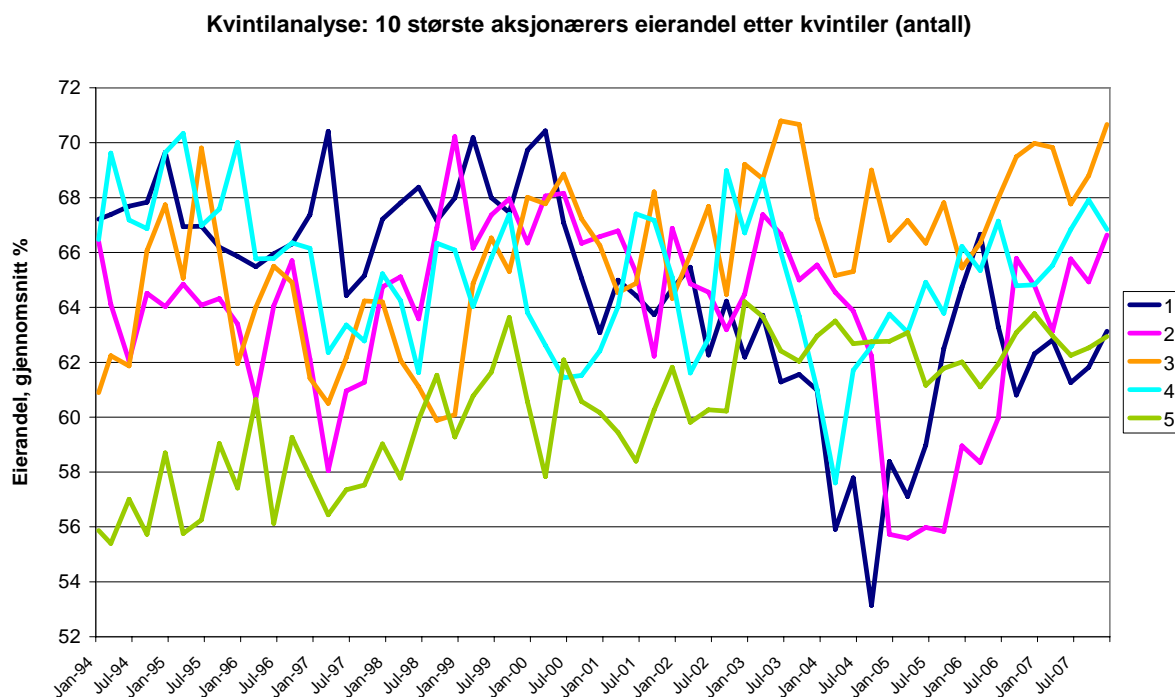
Figur 30 viser en stabil utvikling, med en moderat topp rundt 1999, en forskjell er likevel at det verdiveide snittet ligger gjennomgående lavere enn for de øvrige gruppene. Samlet for alle selskapene øker andelen kun fra 77,2 % til 78,8 %, dvs. at de siste 15 aksjonærene i gruppen, fra nr. 10 til nr. 25, kun holder fra 13,8 % til 12,8 % av selskapene. For øvrig er det i enda større grad enn for de mindre aksjonærgruppene slik at utvalgene konvergerer i de siste årene og alle viser også en klar økning for disse årene. I en eiermessig sammenheng viser dette at de 25 største aksjonærene i gjennomsnittsselskapet vil kunne avgjøre beslutninger som krever 2/3-dels flertall i en generalforsamling med 100 % oppmøte.

6.3.4 Kvintilanalyse av de 10 og 34 største aksjonærens eierandeler

I kvintilanalysen begrenser vi oss til å se på de 10 og 34 største aksjonærens eierandeler og hvordan disse varierer mellom kvintiler over perioden.

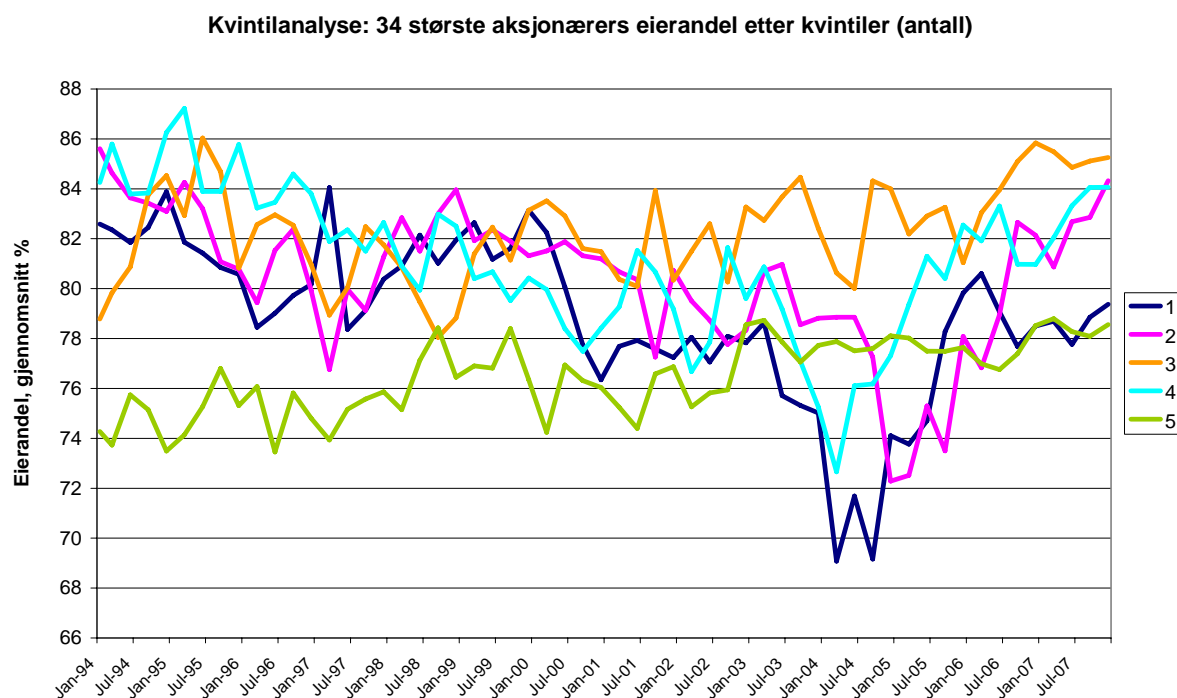
Bildet for de 10 største aksjonærene vist i Figur 31 er ikke entydig, men har noen interessante utviklingstrekk. Eierandelen hos de minste selskapene (1.kvintil) faller fra 67,2 % til 63,1 % i perioden, mens den hos de største (5.kvintil) øker fra 55,9 % til 62,9 % slik at kvintilenes gjennomsnitt konvergerer. Det er for øvrig lett å kjenne igjen inntrykket fra tidligere med de høyeste andelene rundt 1999 for de tre minste kvartilene. Den store veksten de siste par årene av analysen kommer særlig i 1., 2., og 4. kvartil.

Figur 31:



Andelen eid av de 34 største aksjonærene i Figur 32 viser et mer sammensatt bilde. Det er også her en klar konvergens mellom 1. og 5. kvartil som for de 10 største aksjonærene, forskjellen er at de midlere kvartilene har en mer "U"-formet utvikling. Disse kvartilene viser omtrent samme eierandel i starten og slutten av perioden, med et relativt tydelig bunnpunkt i 2004/2005. I 2. - 4. kvartil har også de 34 største eierne i størrelsesorden 5 % - poeng høyere eierandel enn de øvrige i desember 2007.

Figur 32:

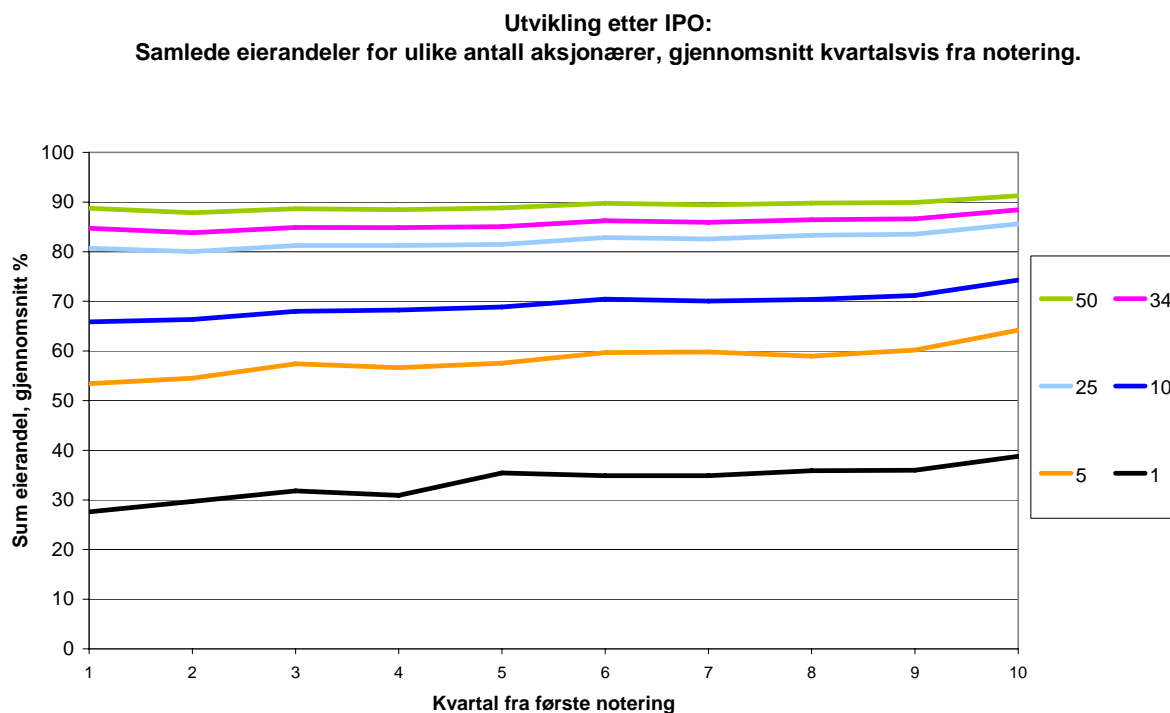


6.3.5 Analyse av nymoterte selskaper

I denne analysen ser vi på utviklingen de 10 første kvartalene etter et selskap er notert på Oslo Børs. Utvalget er balansert ved at det er begrenset til selskaper som minst overlever disse kvartalene, og vi har ingen selskaper som først inngår i januar 1994 (første observasjon), siden vi ikke vet om de har vært notert tidligere.

Figur 33 viser at det gjennomsnittlige nymoterte selskapet ved første observasjon ikke skiller seg vesentlig fra gjennomsnittet for alle selskaper for de 1, 5 og 10 største aksjonærene, med at de 25 største har en marginalt større andel i markedet ellers. Utviklingen gjennom de 10 første kvartalene er mer interessant ved at disse eiergruppene får stadig økende andel, primært drevet ved at største aksjonærs andel går fra 27,6 % til 38,8 % som jo er langt over markedssnittet. Denne økningen medfører at andelen eid av de neste 24 aksjonærene opptil nr. 25 faller fra 53,1 % til 36,4 % over denne perioden, selv om sum for alle 25 øker noe. Etter 10 kvartaler har derfor største aksjonær negativ kontroll (> 1/3-del) og de 5 største kvalifisert flertall (> 2/3-deler). Dette indikerer at spredningen av aksjene ved børsintroduksjonen kjøpes opp av de store aksjonærene relativt raskt etterpå.

Figur 33:



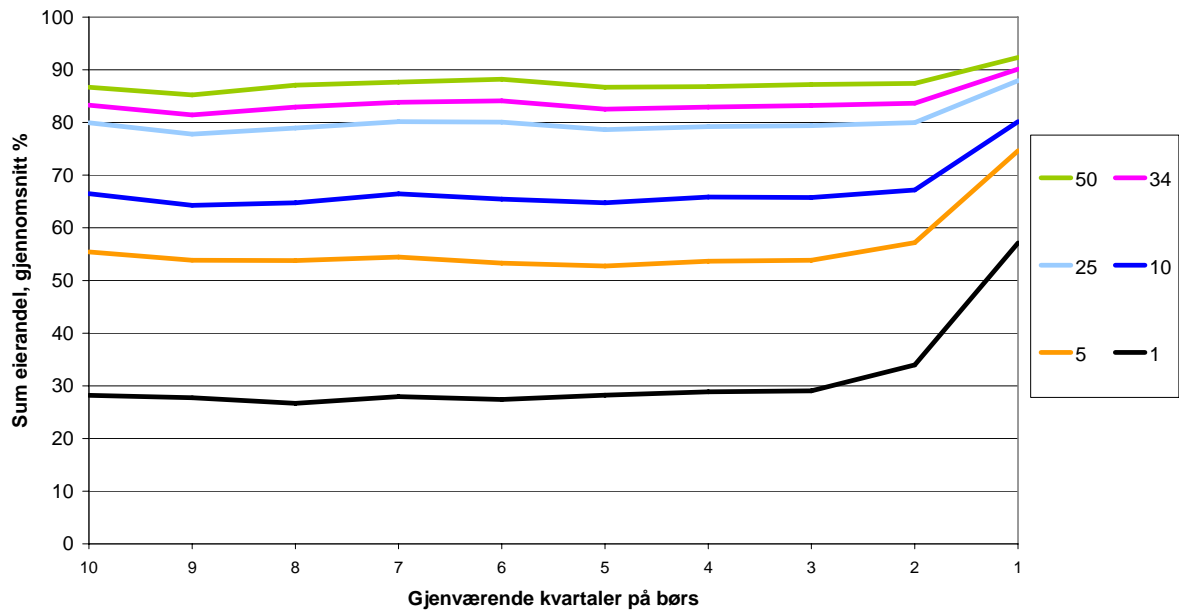
6.3.6 Analyse av selskaper som går av børs

I denne analysen ser vi på utviklingen de 10 siste kvartalene før et selskap går av børs og faller ut av våre data. Utvalget er balansert ved at det er begrenset til selskaper som minst har levd så lenge før de går ut, og ingen selskaper som er inne i desember 2007 (siste observasjon) er med, siden vi ikke vet om det er deres siste kvartal på børs.

Figur 34 viser at det gjennomsnittlige selskapets siste kvartaler lenge ikke skiller seg fra børsen ellers, hensyntatt til at disse periodene nødvendigvis er et gjennomsnitt over ulike kalenderår. De første tegn til økt konsentrasjon skjer i selskapenes 3. siste kvartal som notert, men de store endringene kommer først i det siste kvartalet. Økningen for alle aksjonærantall henger intuitivt sammen med at mange av disse avgangene skyldes oppkjøp der kjøper enten kjemper om kontroll eller av andre grunner bruker noe tid før overtagelse og delisting. Vi har i dette arbeidet ikke kategorisert utgangene, men det er ikke urimelig å vente at for eksempel en inndeling etter oppkjøp og fusjoner ville gi ulike effekter på eierstruktur de siste kvartalene.

Figur 34:

**Utvikling fram mot delisting/exit:
Samlede eierandeler for ulike aksjonærer, gjennomsnitt de siste kvartalene.**



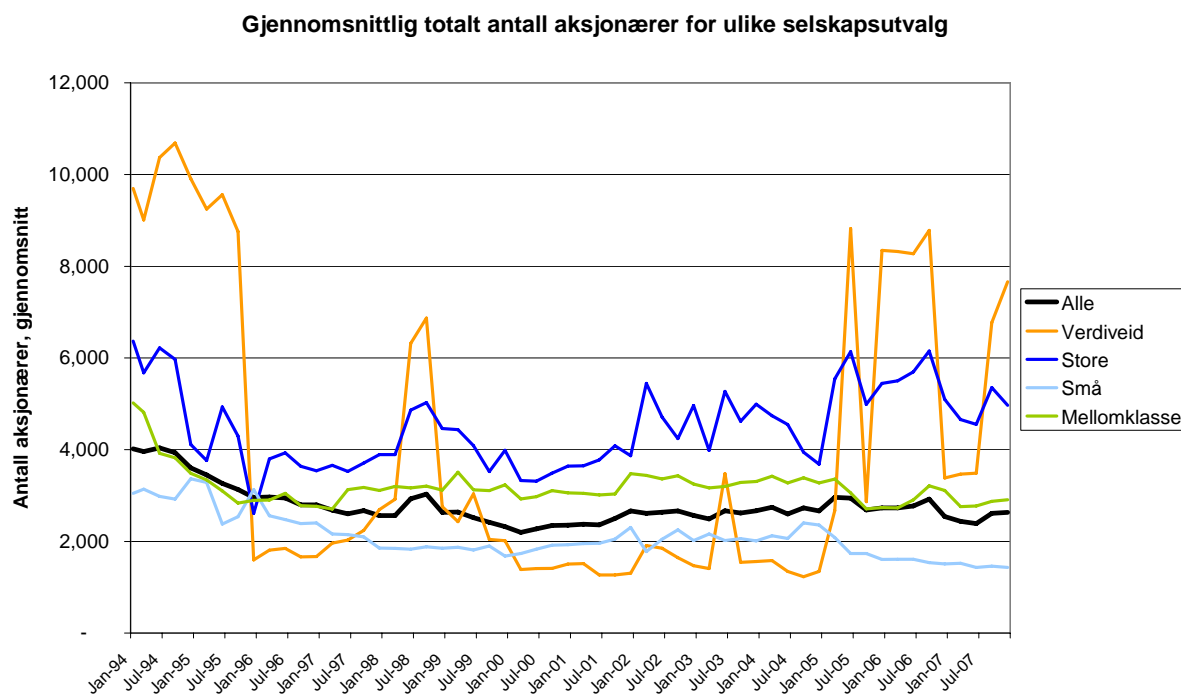
6.3.7 Kommentar:

Samlet sett viser analysene at de største aksjonærer i de børsnoterte selskapene samler noe større eierandeler over denne perioden, men endringene er ikke store. Det er dessuten klare tegn til konvergens mellom ulike selskapsutvalg, særlig i de siste årene av analysen. Disse årene er også preget av en spesiell økning av definerte eiergruppers andeler. Det er i hele perioden klart at for de fleste selskapene vil man ved å samle 5-10 aksjonærer ha stor grad av kontroll med selskapene. Dette er langt mer konsentrert eierskap enn for eksempel i Storbritannia.

6.4 Fordeling av eierandeler

I denne delen ser vi på hvor mange aksjonærer det kreves for å nå definerte samlede eiergrenser. Vi ser på 10 %, 34 % og 50 % samlet eierandel og analyserer for ulike underutvalg, men innleder med Figur 35 som viser gjennomsnittlig samlet antall aksjonærer for de ulike selskapsutvalgene vi analyserer.

Figur 35:



Figuren viser initialt et stort fall i antall aksjonærer, mens det videre i gjennomsnitt er en svak økning drevet av de større selskapene.

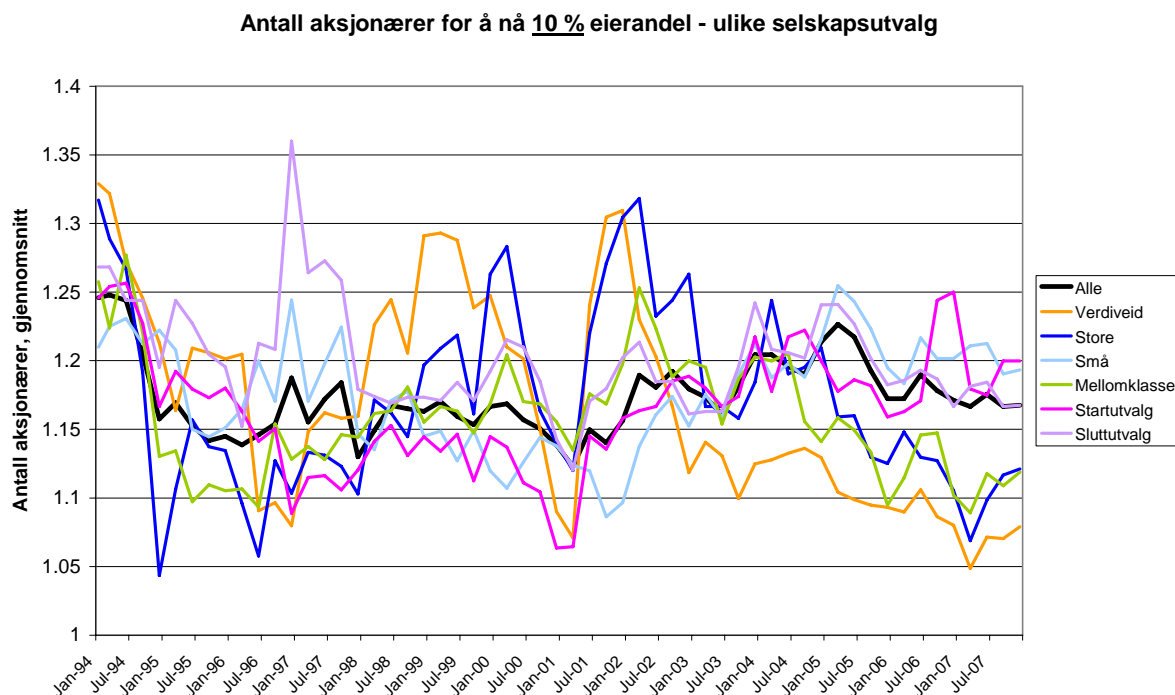
6.4.1 Antall til 10 % samlet andel

Tabell 10:

(%)	Antall til 10 % eierandel		
	1994	2000	2007
Alle	1,25	1,01	1,01
Store	1,32	1,14	1,12
Små	1,21	1,14	1,19
Verdiveid	1,33	1,09	1,08
Startutvalg	1,25	1,06	1,20
Sluttutvalg	1,27	1,14	1,17
Mellomklasse	1,26	1,16	1,12

Tabell 10 viser at det kreves stadig færre aksjonærer for å nå opp i 10 % over hele perioden for alle utvalg, selv om det er stor variasjon mellom årene. Verdiveid viser det største fallet sammen med Store, mens Små og Sluttutvalg er mest stabile. Dette støtter resultatene fra forrige delkapittel som indikerer økt konsentrasjon blant de større selskapene.

Figur 36:



Figur 36 viser at det er liten variasjon i antallet aksjonærer som kreves for å nå de første 10 % eierandel, både over tid og mellom underutvalg. Unntaket er i 2002 der det er en relativt markert økning, dvs. redusert konsentrasjon. Det er også tendenser til at de største selskapene har et fallende antall de siste årene.

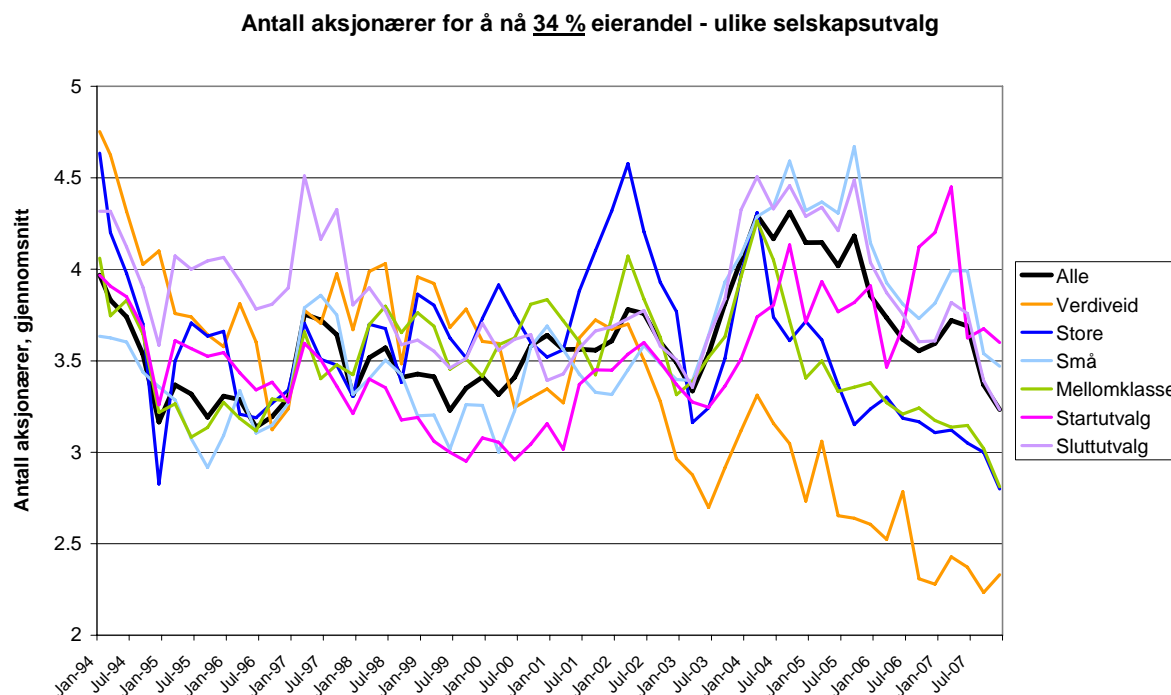
6.4.2 Antall til 34 % samlet andel

Tabell 11:

(%)	Antall til 34 % eierandel		
	1994	2000	2007
Alle	3,97	3,64	3,23
Store	4,63	3,52	2,80
Små	3,63	3,69	3,47
Verdiveid	4,75	3,35	2,33
Startutvalg	3,97	3,16	3,60
Sluttutvalg	4,32	3,39	3,23
Mellomklasse	4,06	3,83	2,81

Tabell 11 viser markert fall i antall aksjonærer for å nå 34 % for alle utvalg over hele perioden, men igjen er det Store og Verdiveid som faller mest, dvs. har størst økning i eierkonsentrasjonen. I 2007 viser også Mellomklasse svært lave antall.

Figur 37:



Figur 37 viser at totalutvalget preges av forholdsvis stor stabilitet fram til 2003, for så å øke og deretter falle sterkt mot et nivå noe under utgangspunktet i 1994. Små selskaper har et midlere antall fram til 2003, men deretter høyere. Utviklingen for store og Verdiveid indikerer igjen at konsentrasjonen er stigende med markedsverdi av selskapene. Ved slutten av perioden ser vi at gjennomsnittsselskapet, uansett utvalg, kun trenger 4 aksjonærer for å oppnå negativ kontroll (34 %) og kunne stoppe vedtektsendringer i generalforsamlinger.

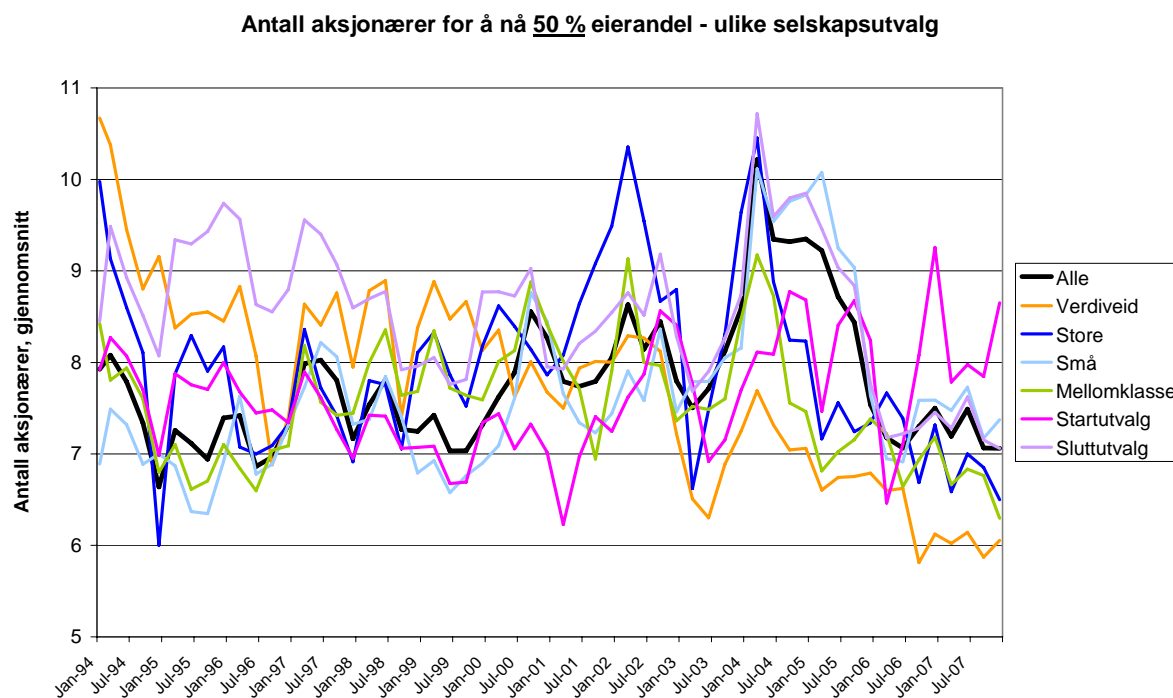
6.4.3 Antall til 50 % samlet andel

Tabell 12:

(%)	Antall til 50 % eierandel		
	1994	2000	2007
Alle	7,93	8,27	7,06
Store	9,98	7,86	6,50
Små	6,89	8,45	7,37
Verdiveid	10,67	7,67	6,05
Startutvalg	7,92	7,02	8,65
Sluttutvalg	8,45	7,95	7,06
Mellomklasse	8,42	8,41	6,30

Tabell 12 viser en videre utvikling av bildet fra de mindre eiergruppene ved at alle utvalg har fallende antall for å nå 50 %, bortsett fra Små og Startutvalgene, og både Store og Verdiveid faller markert med rundt 4 aksjonærer. Konvergensen mellom utvalgene i 2007 er også tydelig, selv om Startutvalget ligger overraskende høyt med 1,6 flere aksjonærer enn gjennomsnittet.

Figur 38:

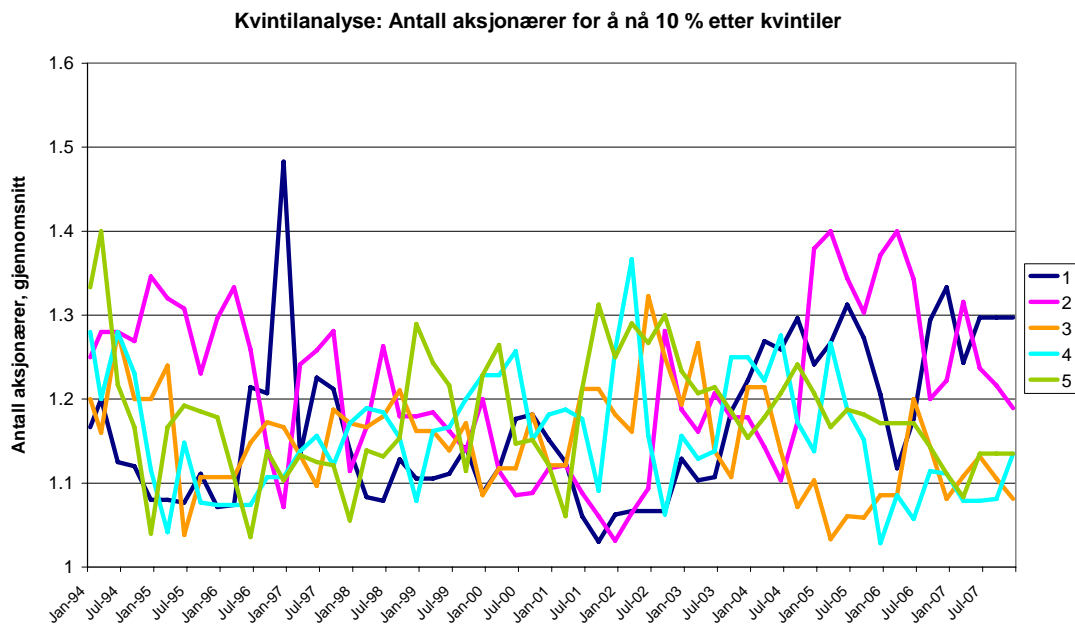


Utviklingen som vist i Figur 38 tilsvarer langt på vei den vi så for 34 % andel og nyanserer Tabell 12. Antallene har samlet sett relativt stabil utvikling fram til de siste par årene og så et betydelig fall i antallet i siste periode. Variasjonen innen perioden og mellom underutvalg er likevel stor.

6.4.4 Kvintilanalyse av antall aksjonærer for å nå samlede eierandeler

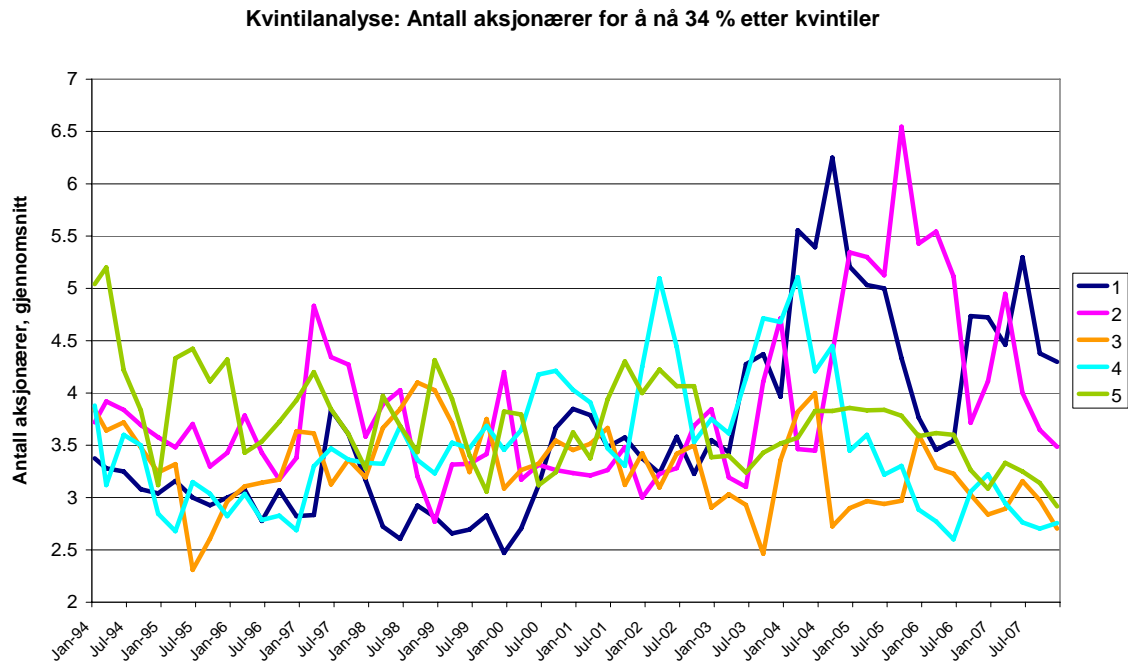
I analysen av selskapene delt på kvintiler viser Figur 39 at antallet for å nå 10 % eierandel har liten variasjon mellom kvintiler og over tid, selv om det også her er tydelige størrelsesforskjeller. Den mest markerte observasjonen er de store økningene i nødvendig aksjonærantall for de minste kvintilene i 2004/2005.

Figur 39:



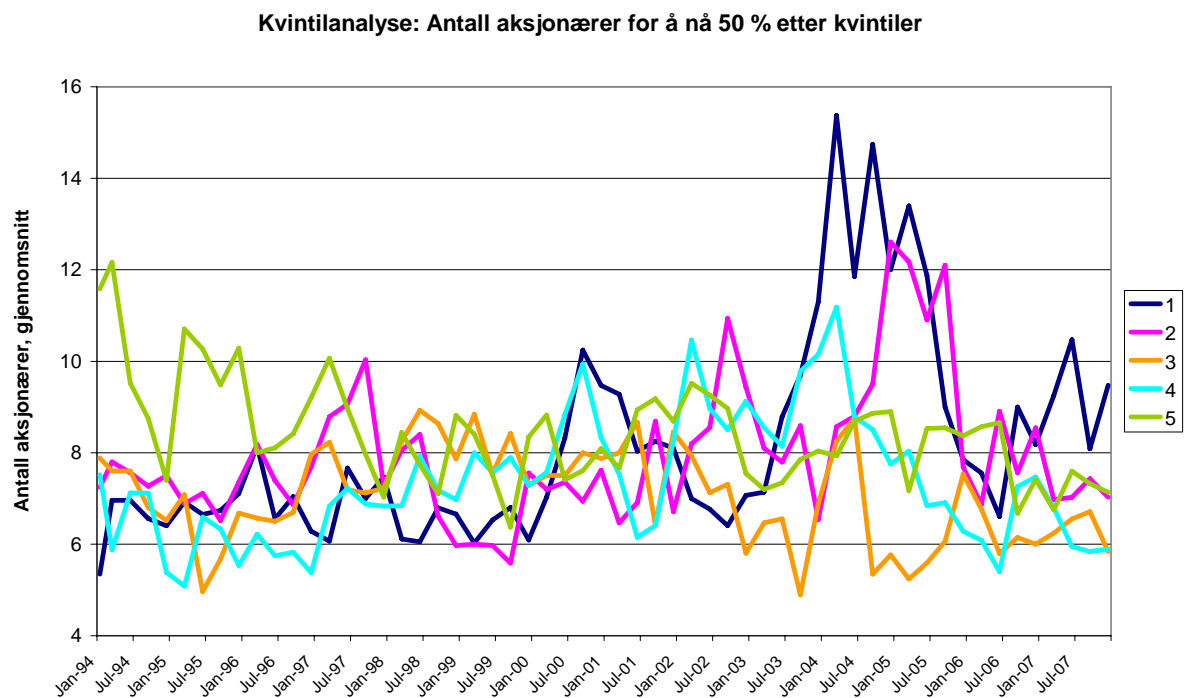
Figur 40 viser at nødvendig antall aksjonærer for å nå 34 % har størst spredning de siste 3-4 årene ved at de to minste kvintilene har en til dels dramatisk økning i nødvendig antall aksjonærer. Helt i slutten av perioden er det fortsatt slik at de største er mest konsentrert, men forskjellene er noe mindre.

Figur 40:



I analysen av hvor mange som kreves for å nå 50 % er det fortsatt det samme bildet for de minste selskapene i den siste perioden. Det er her mest markert at de minste selskapene har om lag dobbelt så mange aksjonærer innenfor 50 % - grensen som 3. kvartil ("mediankvintilen").

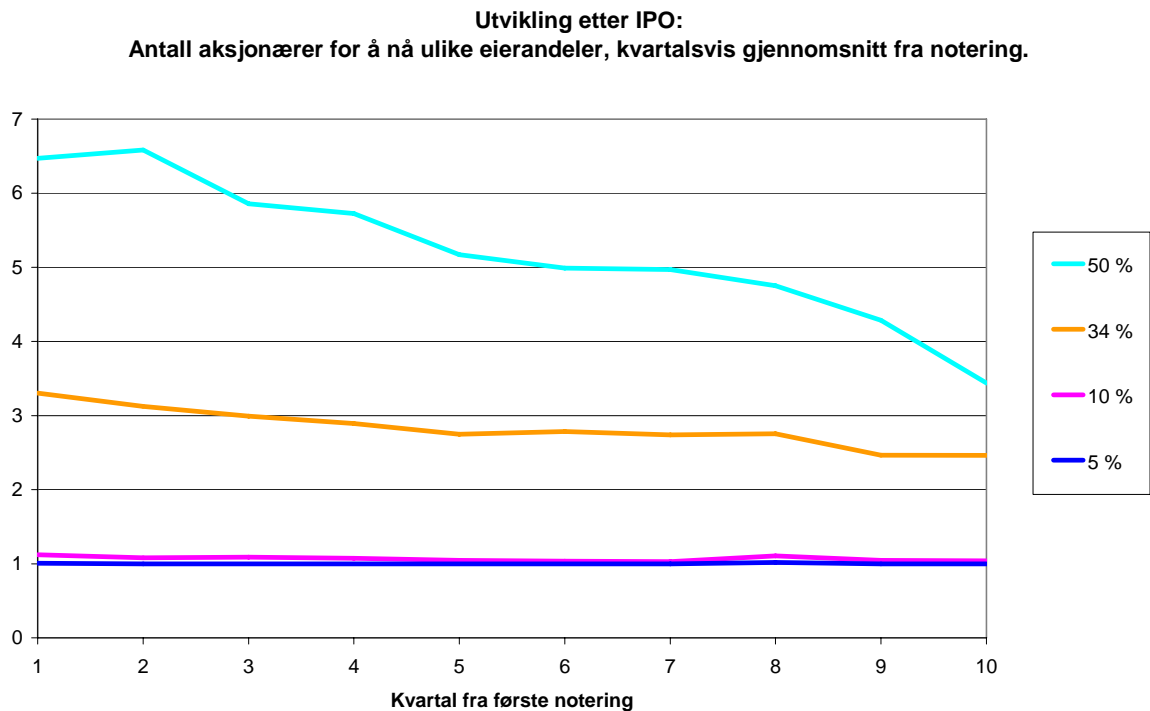
Figur 41:



6.4.5 Analyse av selskaper som nylig er børsnotert

Figur 42 viser en interessant utvikling for selskaper etter de børsnoteres. Analysen gjelder de samme selskapene som vi ser på i avsnitt 6.3.5, dvs. de første 10 kvartalene for selskap som er på børs minst så lenge og uten selskap fra første periode. Antallet aksjonærer for å nå 5 % og 10 % er bortimot stabilt, og i gjennomsnitt nesten sammenfallende, antallet for å nå 34 % faller noe, mens antallet for å nå 50 % faller mye. Antallet aksjonærer som eier de 16 % - poengene fra 34 % til 50 % faller fra 3,2 til 0,3 over disse kvartalene. Dette kan tyde på at disse mellomstore aksjonærene systematisk kjøper ved børsnotering for så å selge seg ut de første årene, og at de som kjøper da bygger seg opp til større posisjoner.

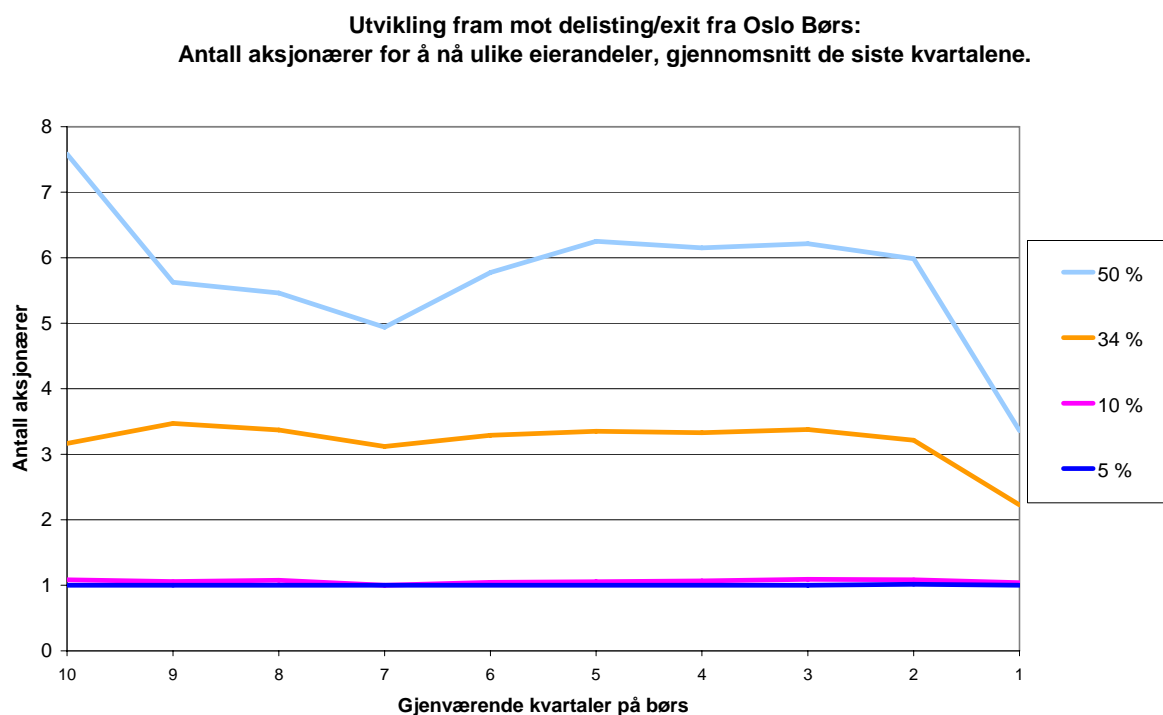
Figur 42:



6.4.6 Analyse av selskaper fram mot delisting

I de siste 10 kvartalene fram til delisting av et selskap viser Figur 43 at antallet eiere for å nå opp til 34 % andel er relativt stabilt før det faller sterkt de siste to kvartalene selskapet er notert. Tilsvarende som for nymoterte selskaper har man en viss utvikling blant de aksjonærene som eier mellom 34 % og 50 %, men her øker dette antallet aksjonærer heller enn at det faller. Denne utviklingen kan ha flere årsaker, men resultatet er da at handelen gir økt spredning av aksjene. I de siste 2 kvartalene faller antallet for å nå 50 % av forutsigbare årsaker siden mange av disse selskapene blir kjøpt opp av en aksjonær.

Figur 43:



6.4.7 Kommentar

Analysen av hvor mange aksjonærer som kreves for å nå gitte eierandeler viser en moderat økt konsentrasjon. Dette gjelder i særlig grad for gruppene som eier 34 % og 50 % der det særlig de siste 2 – 3 årene er et fall i gjennomsnittlig antall aksjonærer. Analyser av ulike underutvalg viser at dette i særlig grad er tilfelle for de større selskapene, men at det også gjelder for nymoterte selskaper.

6.5 Eierkonsentrasjon – indekser

Denne del av analysen ser på de innbyrdes relative styrkeforhold mellom de aksjonærene som samlet utgjør de aktuelle eierandelene fra et styringsperspektiv, 10 %, 34 % og 50 %. Vi benytter en Herfindahl/Hirschmann indeks for dette formålet, som beskrevet i avsnitt 6.1. Denne indeksen summerer de kvadrerte relative andelene til hver aksjonær innenfor gruppen og vil derfor ha verdien 1 dersom det bare er 1 aksjonær og går mot 0 ved store antall aksjonærer. Verdien av denne analysen utover de foregående opptellingene av antallet

innenfor hver eierandel er at vi får fram om aksjonærene i disse gruppene innbyrdes er jevnbyrdige eller noen dominerer. I det siste tilfellet er det grunn til å tro at sannsynligheten for aksjonæraktivisme er større enn ved mer likedeling.

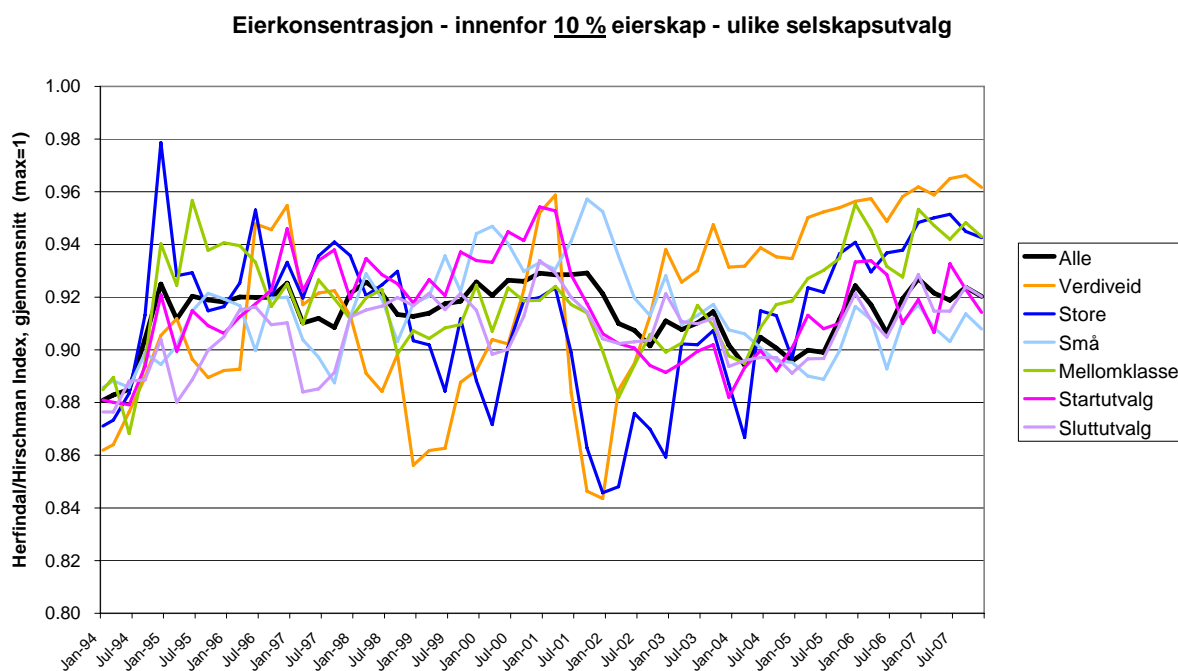
6.5.1 Konsentrasjonsindeks innenfor 10 % eierskap

Tabell 13:

(%)	Konsentrasjon innen 10 % andel		
	1994	2000	2007
Alle	0,88	0,93	0,92
Store	0,87	0,92	0,94
Små	0,89	0,93	0,91
Verdiveid	0,86	0,95	0,96
Startutvalg	0,88	0,95	0,91
Sluttutvalg	0,88	0,93	0,91
Mellomklasse	0,88	0,92	0,94

Tabell 13 viser at det er liten variasjon i konsentrasjonen blant de aksjonærene som eier 10 % samlet. Konsistent med tidligere analyser er den likevel økende for Store, Verdiveid og Mellomklasse og de fleste utvalg (bortsett fra Store, Verdiveid og Mellomklasse) har høyere konsentrasjon i år 2000 enn både før og etter.

Figur 44:



Figur 44 viser høy og noe varierende konsentrasjon innen denne aksjonærgruppen over perioden. Verdiveid indeks har både den største variasjonen og er også den som stiger mest, særlig mot slutten av perioden. Denne overstiger Store og viser derfor at det er særlig høy konsentrasjon for de aller største selskapene.

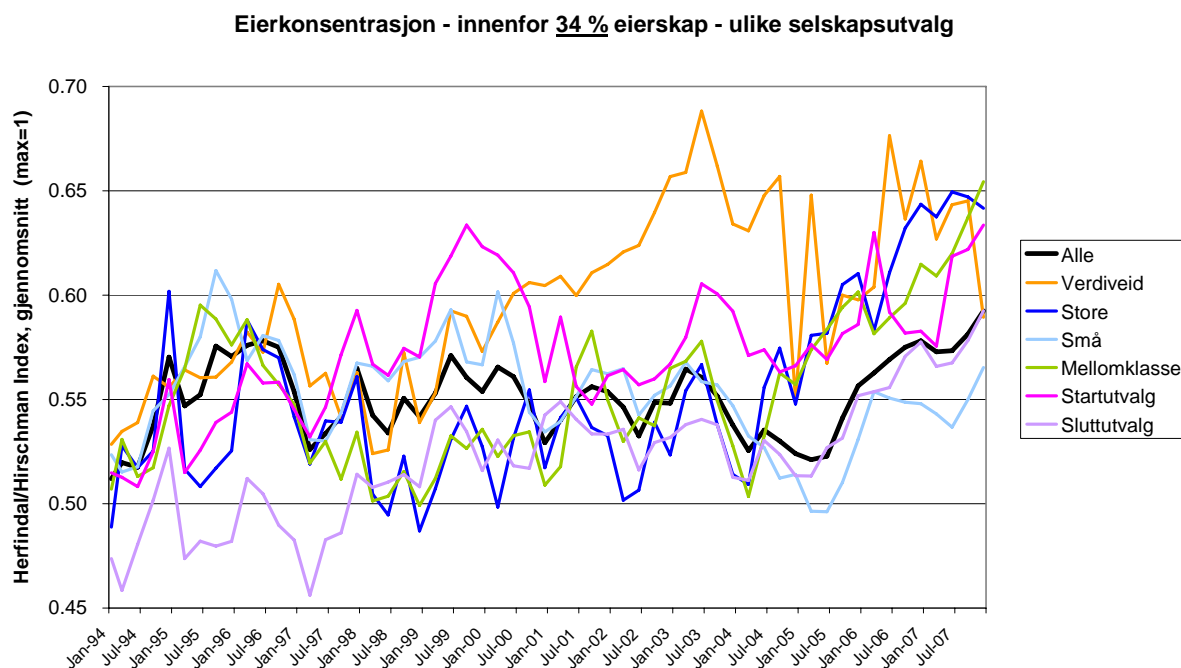
6.5.2 Konsentrasjonsindeks innenfor 34 % eierskap

Tabell 14:

(%)	Konsentrasjon innen 34 % andel		
	1994	2000	2007
Alle	0,51	0,53	0,59
Store	0,49	0,52	0,64
Små	0,52	0,53	0,57
Verdiveid	0,53	0,60	0,59
Startutvalg	0,51	0,56	0,63
Sluttutvalg	0,47	0,55	0,53
Mellomklasse	0,51	0,51	0,65

Tabell 14 viser økende konsentrasjon for alle utvalg over hele perioden (bortsett fra Verdiveid og Sluttutvalg), men med til dels stor variasjon i de første årene. Store, Startutvalg og Mellomklasse viser klart størst vekst, og i særlig grad i den siste perioden.

Figur 45:



Figur 44 viser at likeveid gjennomsnitt for hele utvalget har en moderat økning i konsentrasjonen over perioden, med stor grad av stabilitet til 2005 for så å stige markert. Verdiveid gjennomsnitt viser helt fra år 2000 vesentlig høyere konsentrasjon enn likeveid, med en klar topp i 2003, og indikerer derfor at konsentrasjonen også etter dette målet er økende med selskapets markedsverdi. Verdiveid konsentrasjon faller med 0,06 i siste kvartal 2007, hovedsakelig på grunn av fisjonen av Norsk Hydros olje og gassvirksomhet for fusjon inn i Statoil. Kombinasjonen av Norsk Hydros størrelse og statens 43,8 % har nødvendigvis stor innvirkning på det verdiveide konsentrasjonsmålet. Nyere selskaper, dvs. historikken for de som er notert i siste kvartal viser også en høy vekst i konsentrasjonen om enn fra et lavere nivå, mens små selskaper er forholdsvis stabile gjennom perioden.

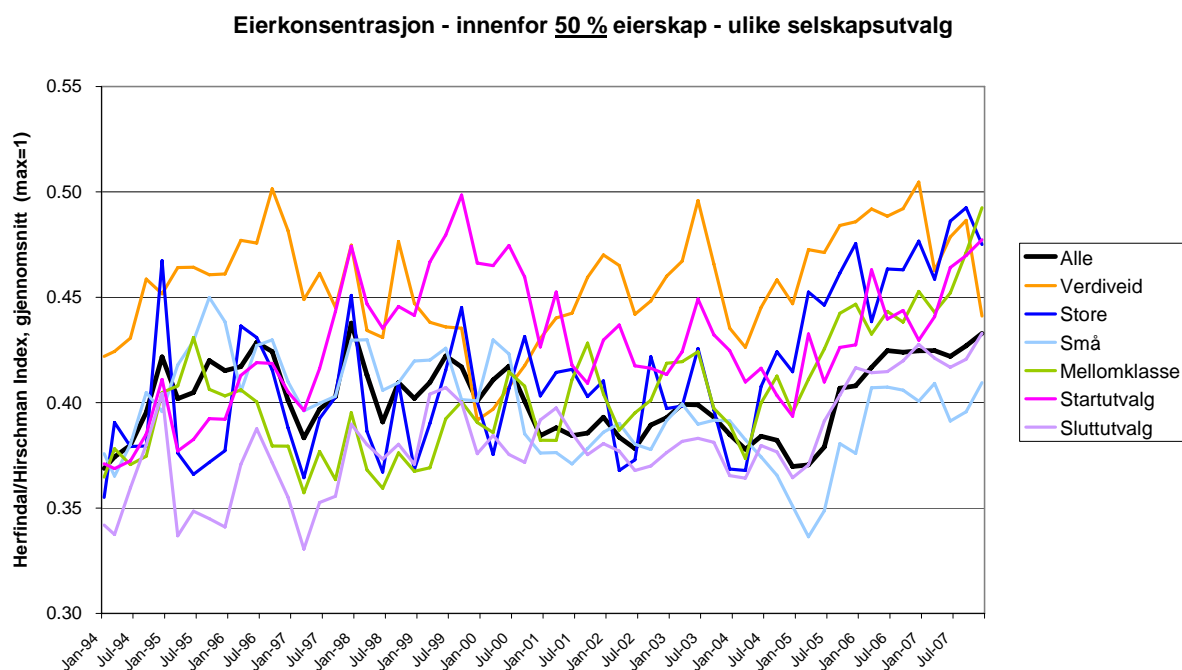
6.5.3 Konsentrasjonsindeks innenfor 50 % eierskap

Tabell 15:

(%)	Konsentrasjon innen 50 % andel		
	1994	2000	2007
Alle	0,37	0,38	0,43
Store	0,35	0,40	0,48
Små	0,38	0,38	0,41
Verdiveid	0,42	0,43	0,44
Startutvalg	0,37	0,43	0,48
Sluttutvalg	0,34	0,40	0,38
Mellomklasse	0,36	0,38	0,49

Eierne av 50 % av aksjene i selskapene øker i konsentrasjon over perioden uansett utvalg. Store, Verdiveid og Mellomklasse er som for de mindre andelene klart mest konsentrerte, mens Små og Sluttutvalg viser mindre økning.

Figur 46:



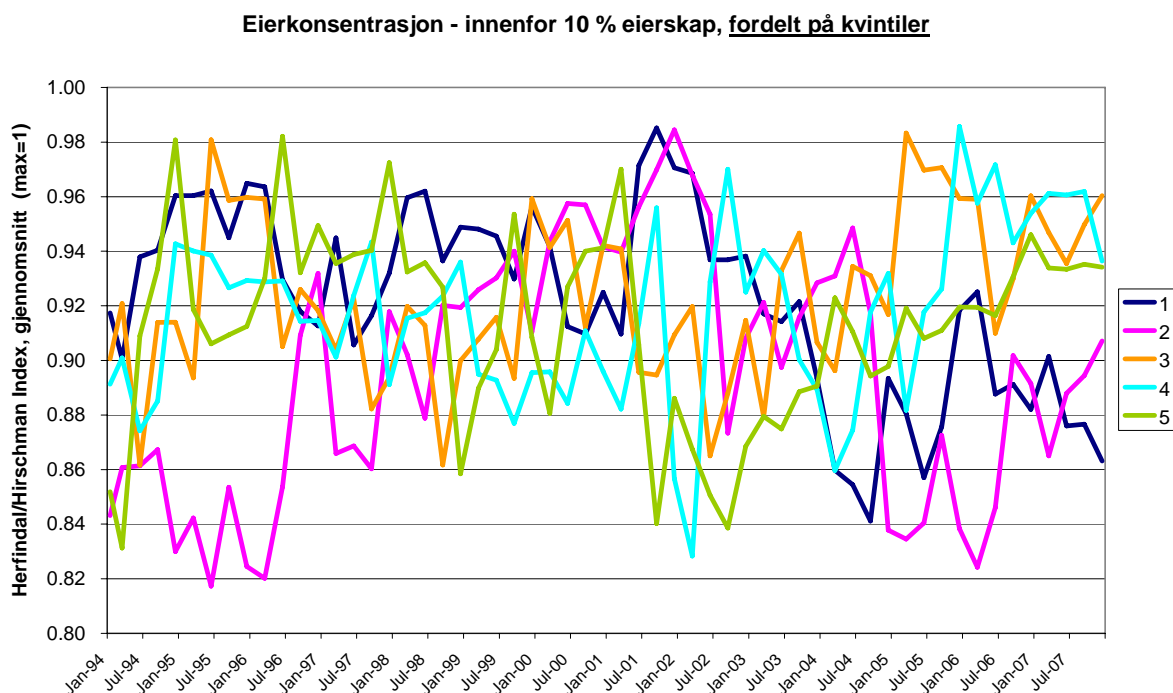
Figur 46 viser en utvikling innenfor 50 % andel som er forholdsvis stabil, men med større konvergens og økning i konsentrasjonen de siste 2 årene. Verdiveid konsentrasjon er også høyere for denne andelen i siste halvdel av perioden, mens små selskaper har fallende konsentrasjon fram til 2005 for så å stige bratt. Betydningen av størrelse kan illustreres ved at hvis aksjonærene hadde hatt *like store eierandeler* så hadde de 7,1 aksjonærene som for totalutvalget ved slutten av perioden samlet har 50 %, gitt en indeks på 0,14. Dette viser at med nivåer mellom 0,35 og 0,45 er det relativt stor skjevhet og høy konsentrasjon mellom aksjonærene.

6.5.4 Konsentrasjonsindeks innenfor eierandeler etter kvintiler

Ved inndeling av selskapene etter størrelseskvintiler viser Figur 47 at det er moderate variasjoner i perioden. Ved slutten av perioden er konsentrasjonen lavere for de minste

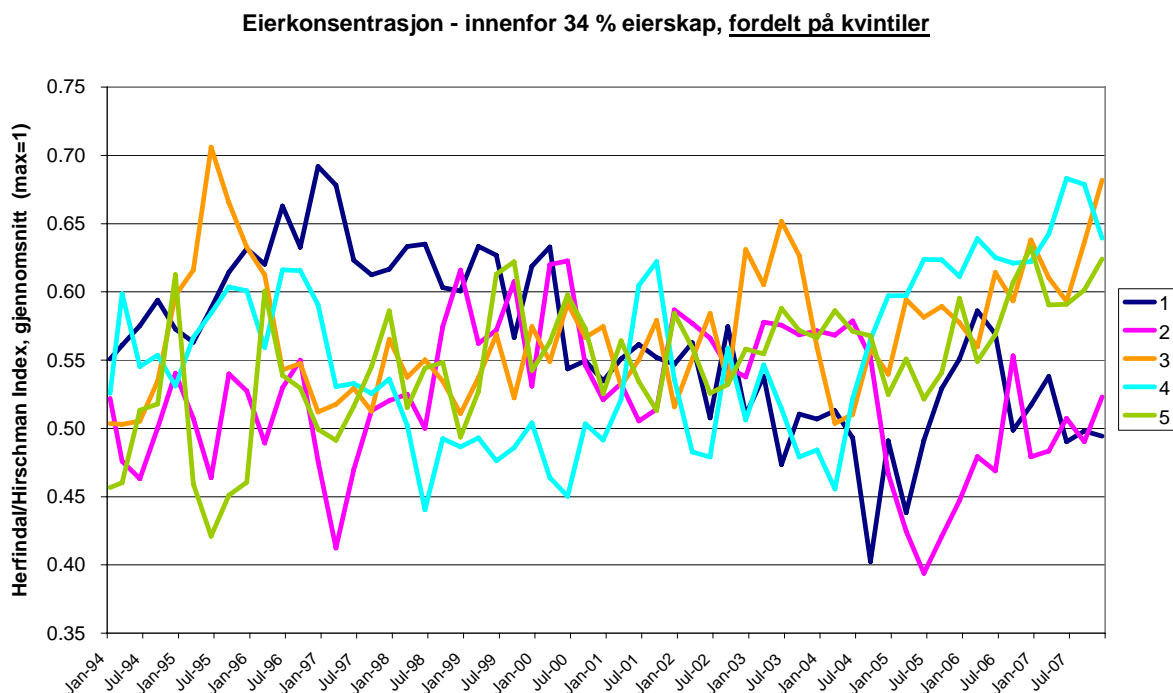
kvintilene, mens disse også både starter med lavere verdier og har en markert topp i årene 2001/2002.

Figur 47:



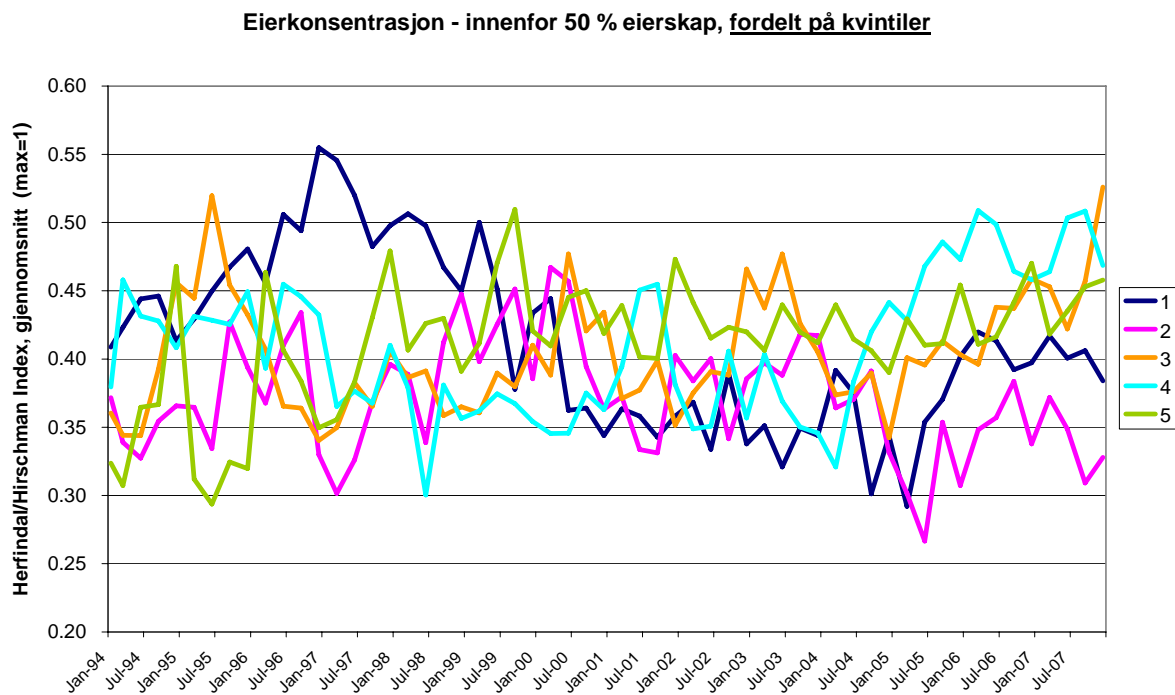
Innenfor 34 % eierskap er størrelsesvariasjonen mer markert som vist i Figur 48. 1. kvintil har, etter en økt konsentrasjon de første tre årene, en jevnt avtagende konsentrasjon, 2. kvintil varierer sterkt, men er i sum uendret over perioden, mens konsentrasjonen for de største kvintilene øker mest, selv om alle svinger mye mellom kvartalene.

Figur 48:



Bildet for 34 % andelen blir ytterligere bekreftet for 50 % - andelen som vist i Figur 49, med fallende konsentrasjon for de minste kvintilene og stigende for de største. Dette samsvarer også med tidligere beskrivelser der verdiveid gjennomsnittlig konsentrasjon er høyere enn likeveid.

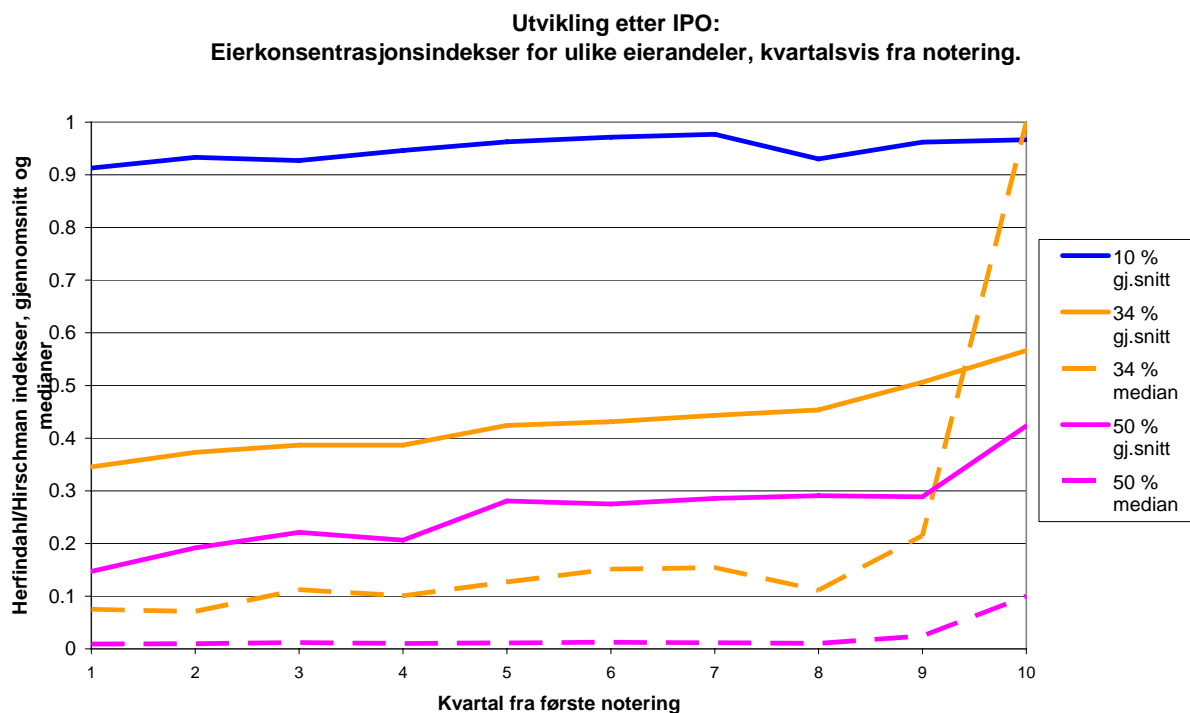
Figur 49:



6.5.5 Konsentrasjonsindeks etter børsnotering

Figur 50 viser utviklingen av konsentrasjonsindeksen de 10 første kvartalene etter at et selskap er børsnotert, uavhengig av kalenderår. Konsentrasjonen innenfor 10 % eierandel er stabilt høy og endres lite, mens konsentrasjonen, både målt som gjennomsnitt og særlig som median øker markert for både 34 % og 50 % eierandel. Dette er konsistent med de øvrige analysene av nysnoterte selskaper. Det uventede er at mens økningen er moderat de første kvartalene, så er den dramatisk i kvartalene 8 – 10, dvs. fra ca. 2 år etter første notering. Det er ikke uvanlig at eksisterende aksjonærer aksepterer en bindingstid på sine aksjer i forbindelse med børsnoteringer og våre resultater samsvarer med at den utløper etter 2 år og en andel av disse aksjene da selges. Det interessante er at disse salgene i så fall skjer til de dominerende aksjonærene i selskapene og ikke slik at de gir ytterligere spredning.

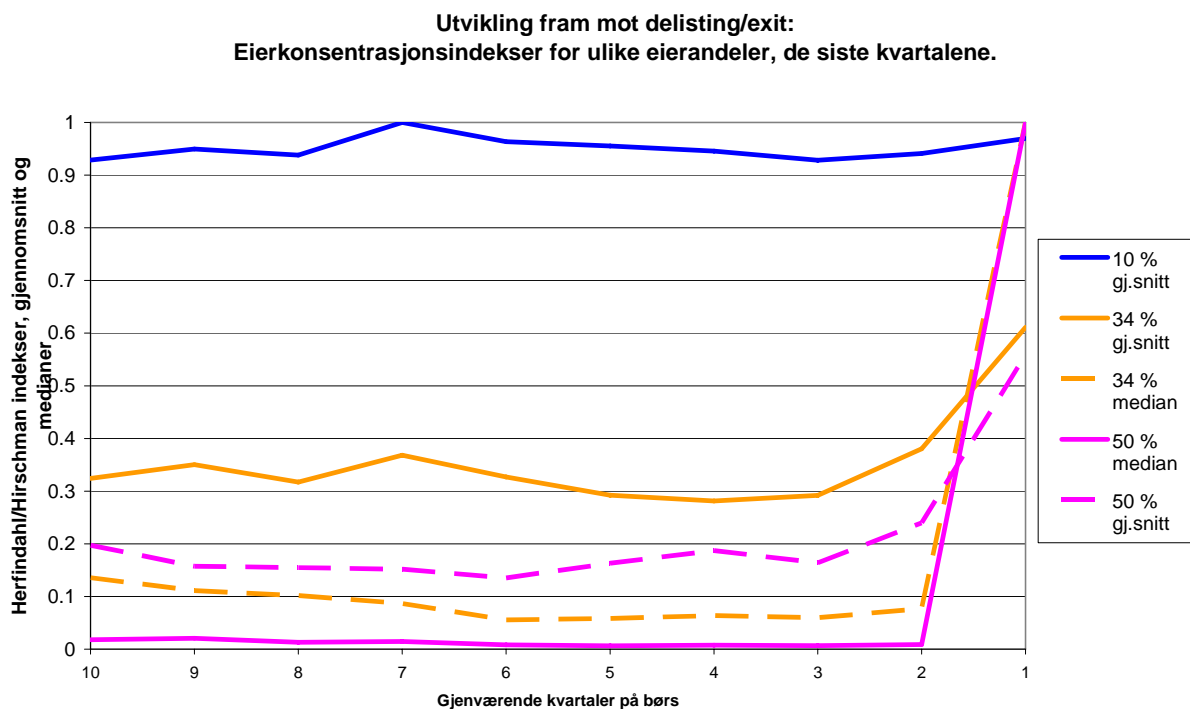
Figur 50:



6.5.6 Konsentrasjonsindeks for selskaper som tas av børs

Figur 51 viser utviklingen av konsentrasjonsindeksen de 10 siste kvartalene før et selskap tas av børs, uavhengig av kalenderår. I motsetning til nynoterte selskaper er det stor stabilitet for alle eiergrupper over perioden, med unntak av de siste to kvartalene som sannsynligvis skyldes at mange selskaper kjøpes opp før de tas av børs, se også avsnittene 6.3.6 og 6.4.6.

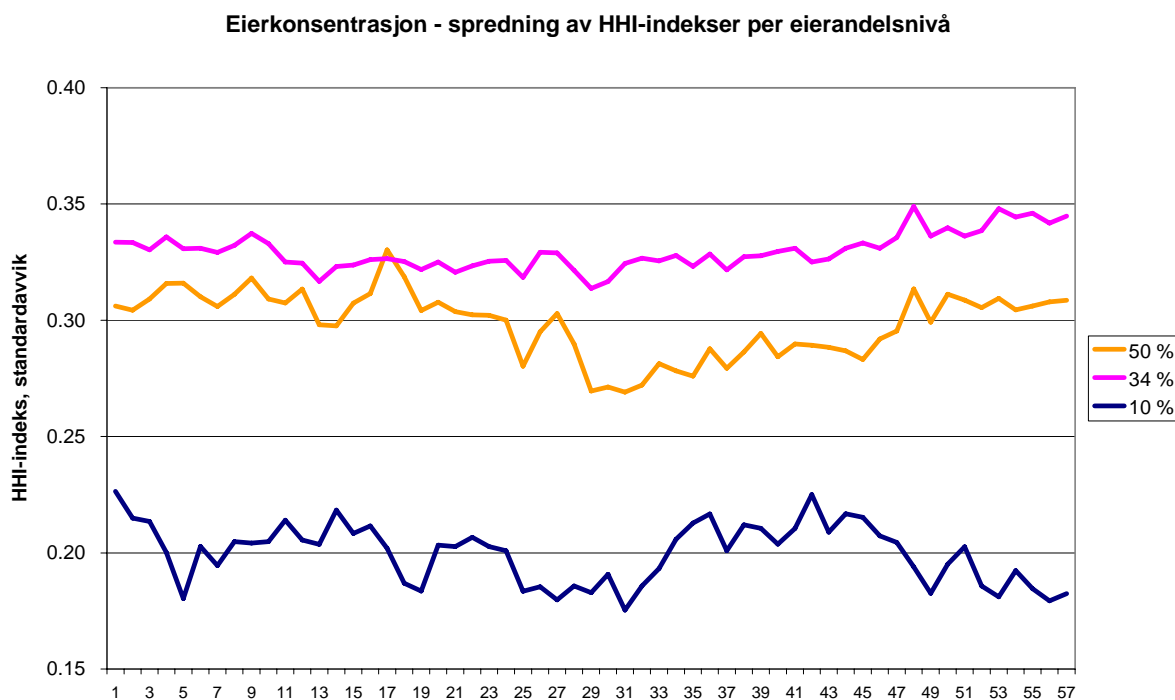
Figur 51:



6.5.7 Spredning av konsentrasjonsindeksen

I Figur 52 har vi tatt med standardavviket i de kvartalsvise tverrsnittene av konsentrasjonsindeksene for de ulike eierandelsgruppene. Grafen viser at variasjonen mellom selskapene er relativt stabil innenfor eierandelene, men tenderer ned for 10 % - gruppen og opp for de større gruppene.

Figur 52:



6.5.8 Kommentar

Konsentrasjonen innen aksjonærgruppene som samlet eier ulike definerte andeler av selskapene på Oslo Børs er stabil det meste av perioden, men økende for de siste årene. Av de underutvalgene vi har analysert er det særlig mellomklasseselskapene som har den mest markerte økningen i konsentrasjonsindeks. Disse selskapene (40 – 95 fraktilene) er på mange måter de økonomisk sett mest interessante. Våre analyser viser at de har den største økning i eierkonsentrasjonen.

7. Norske børsnoterte aksjer som del av investorenes porteføljer

I denne delen av rapporten ser vi på utvikling av investorenes porteføljer i norske aksjer. For hver aksjeklasse i hvert selskap notert på Oslo Børs har vi kvartalsvis oversikt over de 50 største eierne. Vi har et anonymt identifiseringsnummer som gjør at vi kan se hvem som eier de største postene. Samtidig kan vi se alle posisjonene til hver enkelt investor. Som nevnt tidligere ser vi på alle selskap utenom Statoil, StatoilHydro, Telenor og Cermaq.

Vi analyserer følgende karakteristika ved investorenes porteføljer:

- Antall ulike aksjer i porteføljen av total antall aksjer. Her velger vi også å se om resultatene endrer seg dersom vi tar bort små selskap.
- Investorenes plassering i listen over de største eierne.
- Overvekt versus undervekt i de ulike sektorene i forhold til markedet.

NB! Til forskjell fra eierkonsentrasjonsanalysene ser vi i dette kapittelet på de enkelte aksjeklasser og det kan bety noen mindre forskjeller for selskaper med B-, fri- eller preferanse-aksjer. I figurene er det ved en inkurie benyttet begrepet "selskaper" der tallene gjelder aksjeklasser.

7.1 Antall aksjer i sektorenes porteføljer

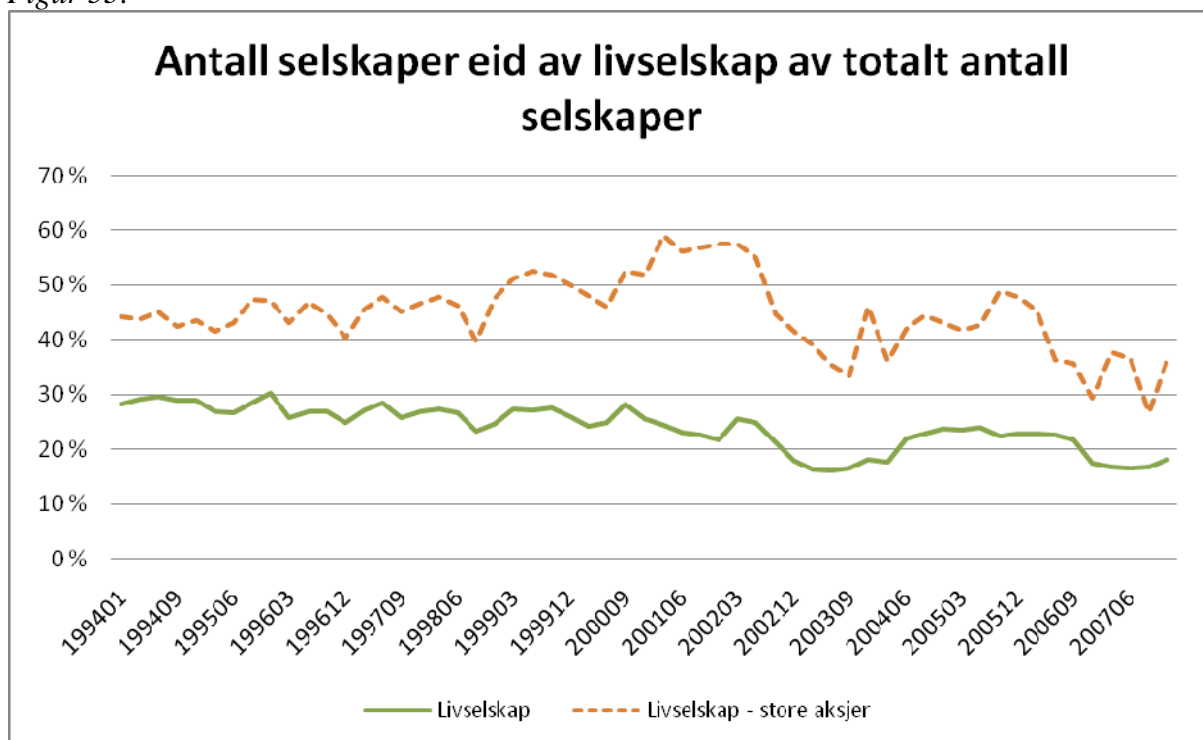
Antall eide aksjer av markedet er et slags uvektet mål på diversifisering av investors portefølje. Overvekt versus undervekt er tilsvarende et verdivektet mål på diversifisering. Vi kjenner kun de 50 største aksjonærene i hver aksje og alle analyser av investorenes porteføljer vil derfor kun fange opp poster av denne størrelse.

Tabell 16: Antall ulike aksjer eid av total antall aksjer.

	199401	199912	200712
Verdipapirfond - Nor_Indeks	15.7	15.8	15.7
Verdipapirfond - Nor_Medium	18.1	16.0	12.2
Verdipapirfond - Nor_Aktive	11.3	16.2	16.2
Verdipapirfond - Nor_Øvrige	13.0	9.9	7.9
Pensjonskasse - Offentlig	4.2	8.7	5.4
Pensjonskasse - Privat	9.4	9.6	15.5
Livselskap	43.2	47.8	33.3
Private investeringsselskaper	1.7	1.4	1.3
Folketrygdfondet	56.0	50.0	38.0
Bank	4.7	3.2	3.5
Skadeforsikringsselskaper	19.8	12.5	4.4
Finansielle hjelpeforetak	2.2	5.0	4.1
Kommunalt - Andre	1.0	1.1	1.2
Aksjeselskap	2.2	2.0	1.6
Private husholdninger	1.2	1.2	1.1
Utenlandske fysiske personer	3.1	1.7	1.9
Nomineekonti	7.4	5.8	8.4
Ukjent sektor	1.8	1.1	1.0

Tabell 16 viser antall aksjer eid av de ulike investorgruppene for starten av 1994, slutten av 1999 og slutten av 2007. For å korrigere for økende antall selskaper notert på Oslo Børs i perioden lager vi et mål som deler totalt antall ulike aksjer eid på antall selskaper notert. I Figur 2 så vi antall selskaper notert på Oslo Børs. Antall ulike aksjer eide av investorer delt på totalt antall aksjer på børsen kan si oss noe om utvikling blant de største eierne når det gjelder konsentrasjon versus diversifisering i deres norske porteføljer. Vi deler også selskapene opp i små og store selskap etter samme metodikk som i tidligere analyser. I figurene som følger vil vi se på alle selskap og de store selskapene som framkommer ved å trekke ut de små. Siden vi ikke kan rapportere alle investorenes porteføljer deler vi inn i investorgrupper tilsvarende Tabell 16 (Se Vedlegg 2 for detaljering). Vi velger å rapportere gjennomsnittlig forholdstall for ulike investorgrupper. Figur 53 viser antall aksjer eid av livselskap som andel av totalt antall aksjer i markedet. Vi har ikke for noen sektorer forsøkt å identifisere de enkelte investorene på navn.

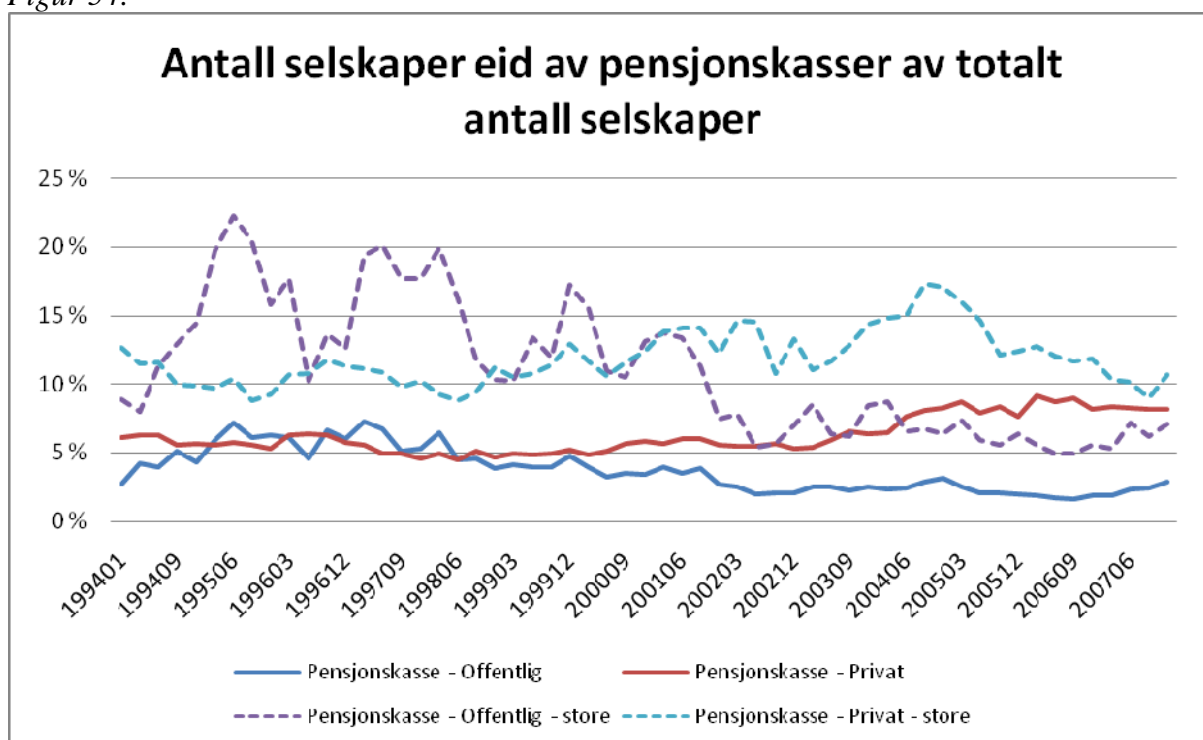
Figur 53:



Denne figuren viser utvikling over tid av relativt antall aksjer eid av livselskap både for alle selskap på Oslo Børs og for store selskap (i henhold til tidligere definisjon). Dersom alle livselskap hadde eid poster i alle aksjer ville forholdstallet vært 100 % uten at dette er nødvendig for å få en veldiversifisert portefølje.¹⁷ Livselskapene har som ventet en ganske god diversifisering. Nedgangen i relativt antall aksjer holdt har trolig sammenheng med at livselskap har solgt seg totalt sett ned på Oslo Børs. At andelen er høyere for store selskap kan vi tolke slik at de selskapene livselskapene holder er ganske store. Under it-boblen i 2000 og delvis 2001 ser vi at andelen gikk opp, dvs livselskapene holdt flere av de store selskapene.

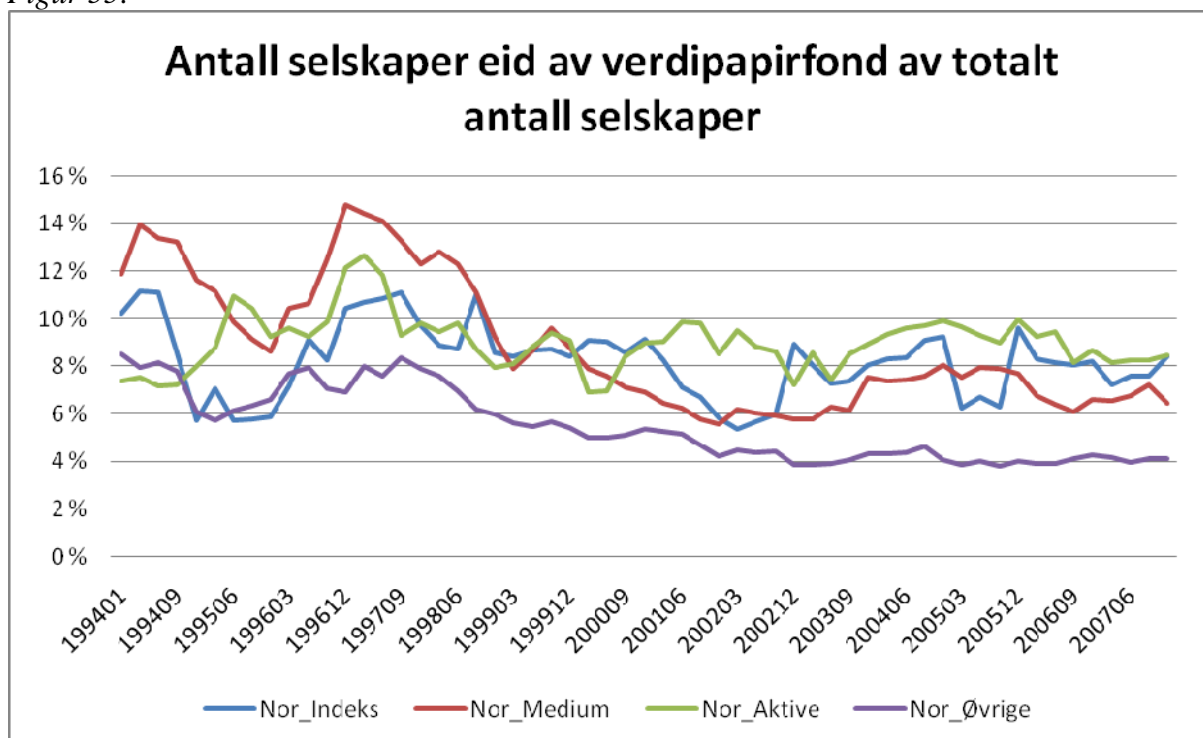
¹⁷ Se Ødegaard(2006): Hvor mange aksjer skal til for å ha en veldiversifisert portefølje på Oslo Børs?, Praktisk Økonomi og Finans 1/2006.

Figur 54:



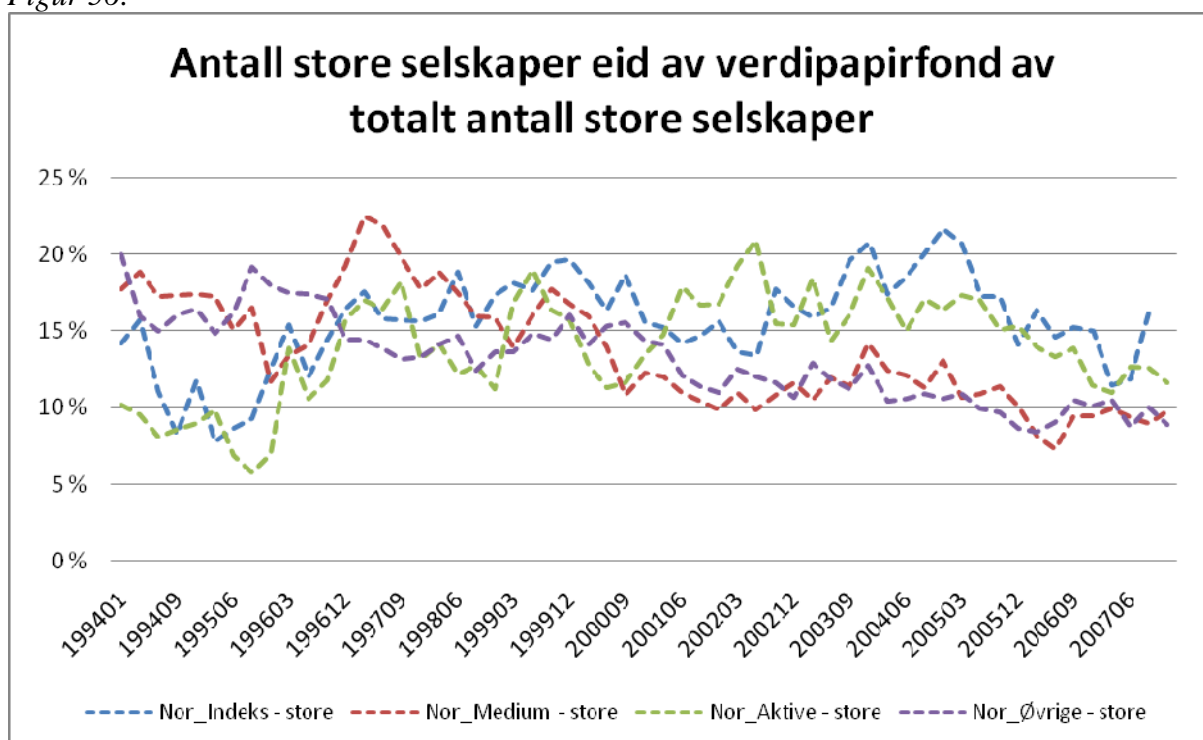
Vi ser av Figur 54 at pensjonskasser holder et lavere antall aksjer enn livselskap. Dette henger trolig sammen med at de har mindre porteføljer. Både for alle- og store aksjer er det små endringer. Offentlige pensjonskasser holder litt færre aksjer og en fallende andel av de store aksjene, mens det er en liten relativ økning for private pensjonskasser. Som for livselskap, ser det ut at pensjonskasser holder store selskaper, men at dette varierer mer over tid.

Figur 55:



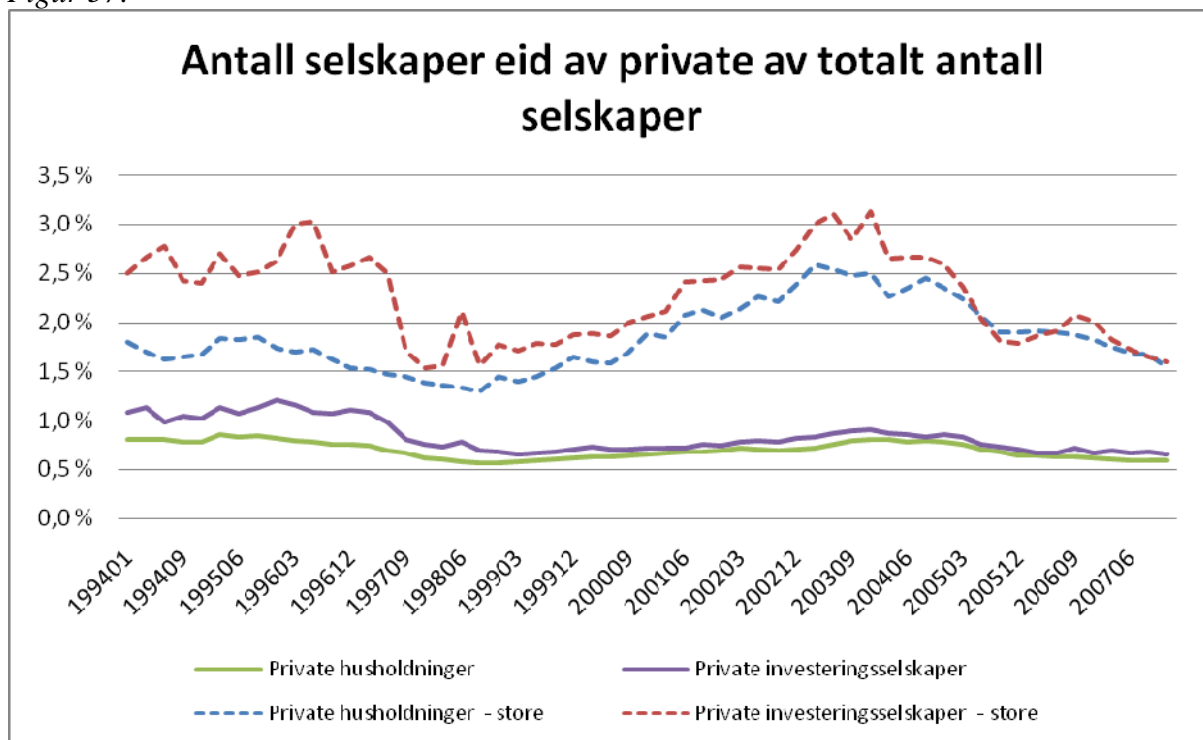
Vi deler illustrasjonen av verdipapirfond inn i to figurer, en figur der vi ser på alle selskap og en der vi ser på store selskap. Figurens trend henger sammen med verdipapirfondenes markedsverdiandeler av Oslo Børs. Fondene vokste sterkt til og med 2000, før andelen gikk ned. En interessant forskjell er at i Figur 56 ser vi en nedgang i forholdstallet for antall holdte aksjer før toppen av IT-boblen. Det henger trolig sammen med at fondene ikke kjøpte seg opp i mange av de nye selskapene notert på Oslo Børs i den perioden. Videre finner vi noe overraskende at aktive fond faktisk holder i gjennomsnitt like mange aksjer som indeksfond. Det er viktig å merke seg at dette er en likeveid analyse der variasjonen i andeler i de enkelte aksjene likevel kan være stor mellom ulike fondskategorier.

Figur 56:



Ved å se på de store aksjene ser vi igjen at disse linjene ligger over linjene for samtlige selskaper, dvs. fond holder store aksjer. Vi ser heller ikke noe tilsvarende fall i forholdstallet som vi så for alle aksjer. Det kan tolkes som at mange av de nye aksjene på Oslo Børs er små, og fondene trenger ikke eksponering mot dem for å få en tilstrekkelig bred portefølje.

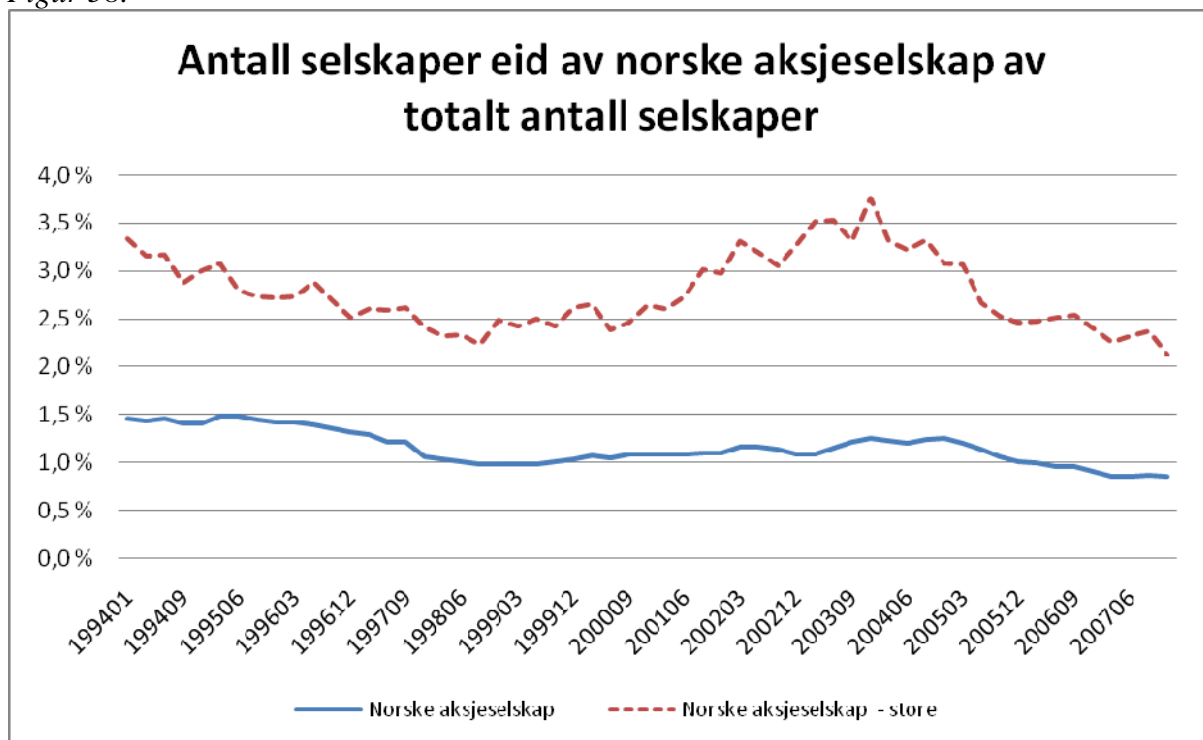
Figur 57:



I Figur 57 ser vi på private husholdninger og private investeringsselskapet. Private har mindre porteføljer og dermed færre plasseringer blant de 50 største eierne og denne analysen undervurderer derfor trolig bredden særlig i disse porteføljene. Andre studier viser at private investorer generelt holder få aksjer. Diversifiseringseffekten blir noe bedre om en inkluderer deres fondsbeholdninger¹⁸. Det er noe overraskende at andelen for store aksjer er høyere, men dette kan skyldes enkelte større investorer. Vi finner videre at selv om privates eierandel av Oslo Børs går ned (se. pkt. 5.2.1), så holder relativt antall aksjer eid av private seg ganske konstant. Utviklingen til private husholdninger og private investeringsselskaper følger hverandre ganske jevnt, en indikasjon på at disse selskapene investerer som for privatpersoner.

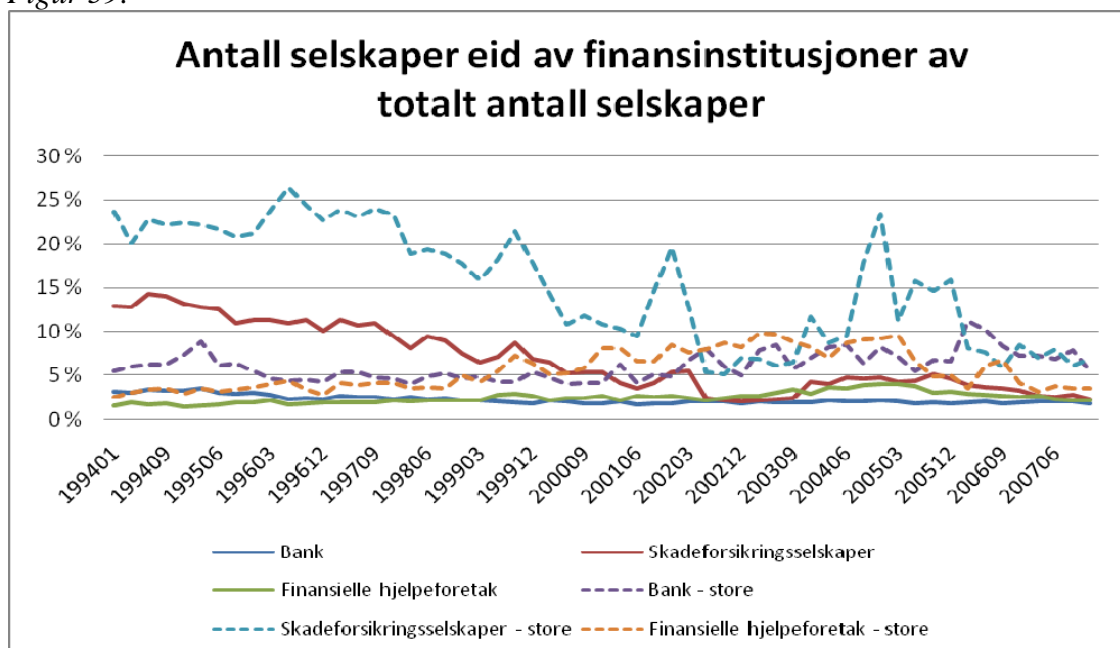
¹⁸ Se Døskeland & Hvide (2008) for en oversikt over beholdning av aksjer blant norske private investorer. I gjennomsnitt eier de 2,3 aksjer. (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1119298) Se "Down or Out: Assessing The Welfare Costs of Household Investment Mistakes" av Calvet, Campbell og Sodini for en oversikt over privates beholdning av finansielle eiendeler i Sverige. (Journal of Political Economy, 2007)

Figur 58:



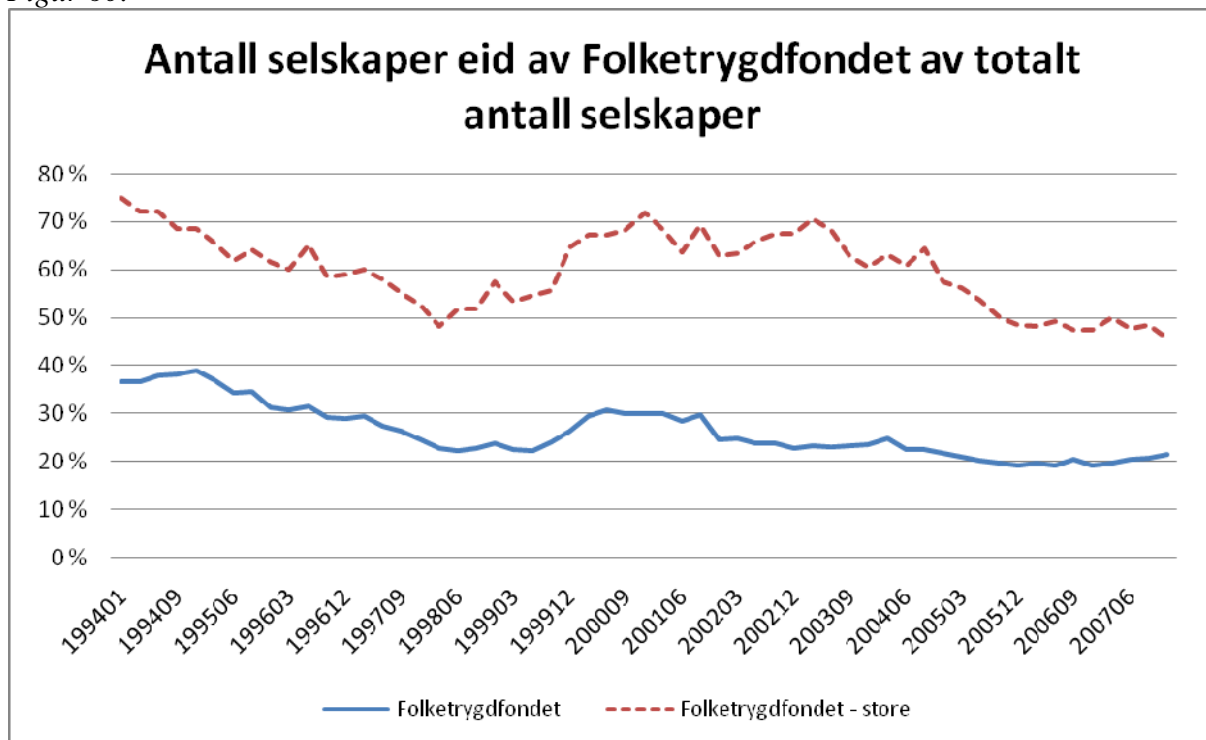
Utvikling for norske aksjeselskap viser om noe en svak nedadgående trend ved at norske aksjeselskap holder færre aksjer i porteføljen. Ved overgangen 2003 til 2004 ser vi likevel en oppgang, spesielt for gruppen store aksjer. Vi finner samme oppgang for husholdningene og private investeringsselskap. Vi kan tolke denne oppgangen som at private investorer og deres selskaper holder sine aksjeposter ganske stabilt i absolutt forstand også i perioden med færre selskaper på Oslo Børs, og dermed fikk en økt andel (jfr. Fig. 2). I sektoranalysen ovenfor har vi også sannsynliggjort at en del av aksjeselskapene også omfatter private investerings-selskaper og at disse derfor kan ventes å opptre tilsvarende (Se også Vedlegg 3).

Figur 59:



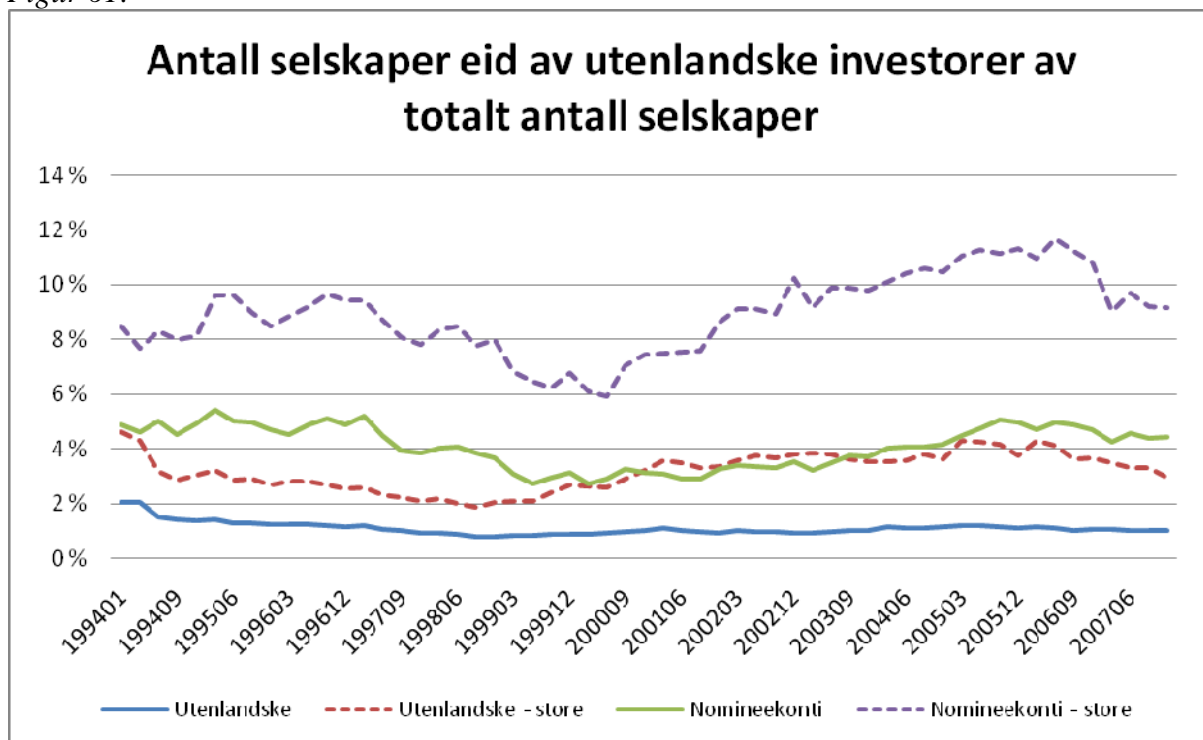
Antall aksjer eid av finansinstitusjoner er ikke så lett å tolke. Vi ser en nedgang for skadeforsikringsselskap. Det henger sammen med at de totalt sett har en lavere andel investert på Oslo Børs. Bankenes andeler varierer tilsvarende som vist i sektoranalysen og dette støtter igjen hypotesen om at bankene stort sett har kortsiktige kredittrelaterede poster heller enn forvaltningsmotiverte porteføljer.

Figur 60:



For Folketrygdfondet kan vi se en tendens til mer konsentrert eierskap. Dette henger sammen med at Folketrygdfondet ikke kjøper så mange små og nye aksjer. En vekst i antall aksjer på Oslo Børs og et relativt konstant antall aksjer i Folketrygdfondets portefølje vil gi en fallende kurve. Det høye forholdstallet for de store selskaper viser at Folketrygdfondet holder mange (men færre over tid) av de store selskapene.

Figur 61:



For utenlandske investorer, delt inn i utenlandske investorer med kjent identitet og utenlandske investorer som handler via nominee konti, kan vi se en ganske stabilt forholdstall. Tatt i betraktning av at utlendingene utgjør en større andel av Oslo Børs på slutten av perioden enn i starten, ser det ut til at de investerer mer konsentrert med større poster i samme eller færre antall aksjer.

7.2 Investorenes plassering blant de største eierne

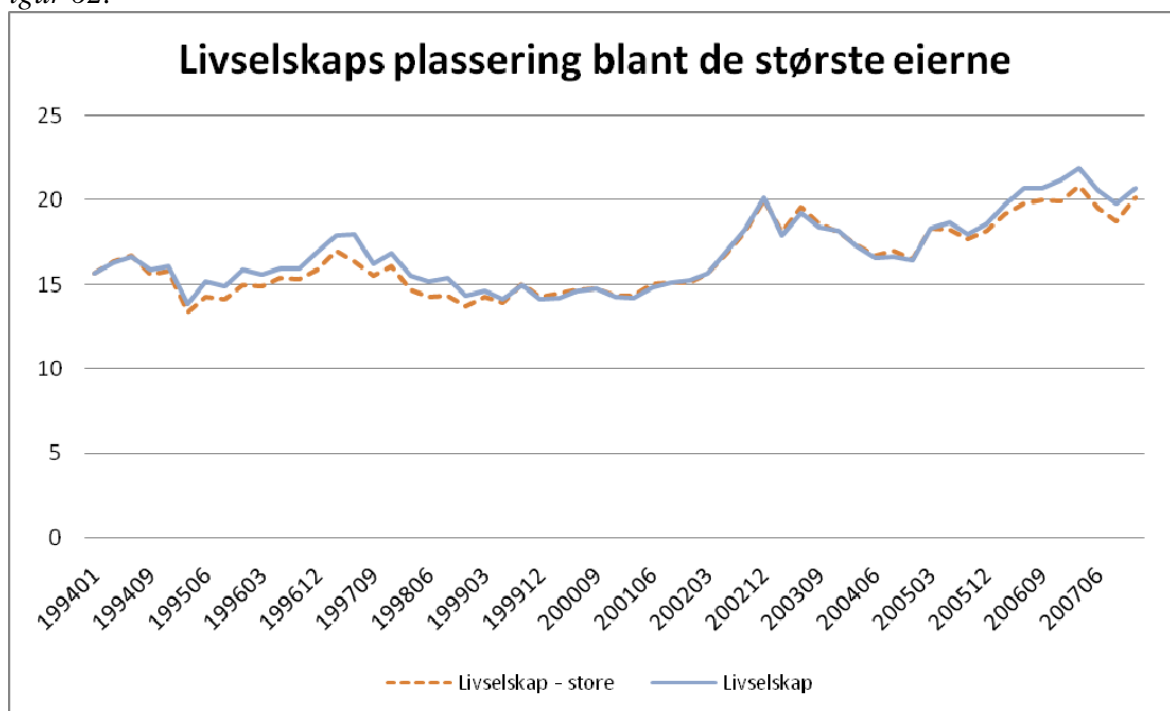
Det neste målet på porteføljemessig aksjonærens plassering sier noe om investorenes plassering blant de største eierne. For hver investor lager vi et gjennomsnittstall over alle plasseringene blant de 50 største eierne for i de aksjene de er investert i. Jo høyere tall, desto mer innflytelse vil vi anta investorene har på de selskapene de er inne i. Posisjoner under nr. 50 antas å være uvesentlige for denne analysen. Analysen er likeveid og vi analyserer derfor ikke eventuelle sammenhenger mellom beløpsmessig eksponering og eierposisjon

Tabell 17: Investorsektorenes gjennomsnittlige eierplassering(rang) – per aksjeklasse.

	199401	199912	200712
Verdipapirfond - Nor_Indeks	25.3	27.4	24.6
Verdipapirfond - Nor_Medium	27.8	27.2	24.3
Verdipapirfond - Nor_Aktive	23.4	16.1	20.5
Verdipapirfond - Nor_øvrige	19.2	24.9	25.7
Pensjonskasse - Offentlig	33.0	26.0	32.4
Pensjonskasse - Privat	26.2	24.5	22.0
Livselskap	15.7	14.1	20.7
Private investeringsselskaper	26.1	26.4	26.9
Folketrygdfondet	5.8	4.6	6.3
Bank	23.7	26.2	23.3
Skadeforsikringsselskaper	24.4	30.0	33.0
Finansielle hjelpeforetak	24.7	26.1	24.0
Kommunalt - Andre	19.9	21.7	16.8
Aksjeselskap	24.5	23.6	24.1
Private husholdninger	30.9	30.3	31.6
Utenlandske fysiske personer	26.0	24.5	24.5
Nomineekonti	22.7	23.8	24.3
Ukjent sektor	20.6	33.3	32.3

Tabell 17 viser eierrang for de ulike investorgruppene for starten av 1994, slutten av 1999 og slutten av 2007. Under vil vi kommenter utvikling for de viktigste gruppene.

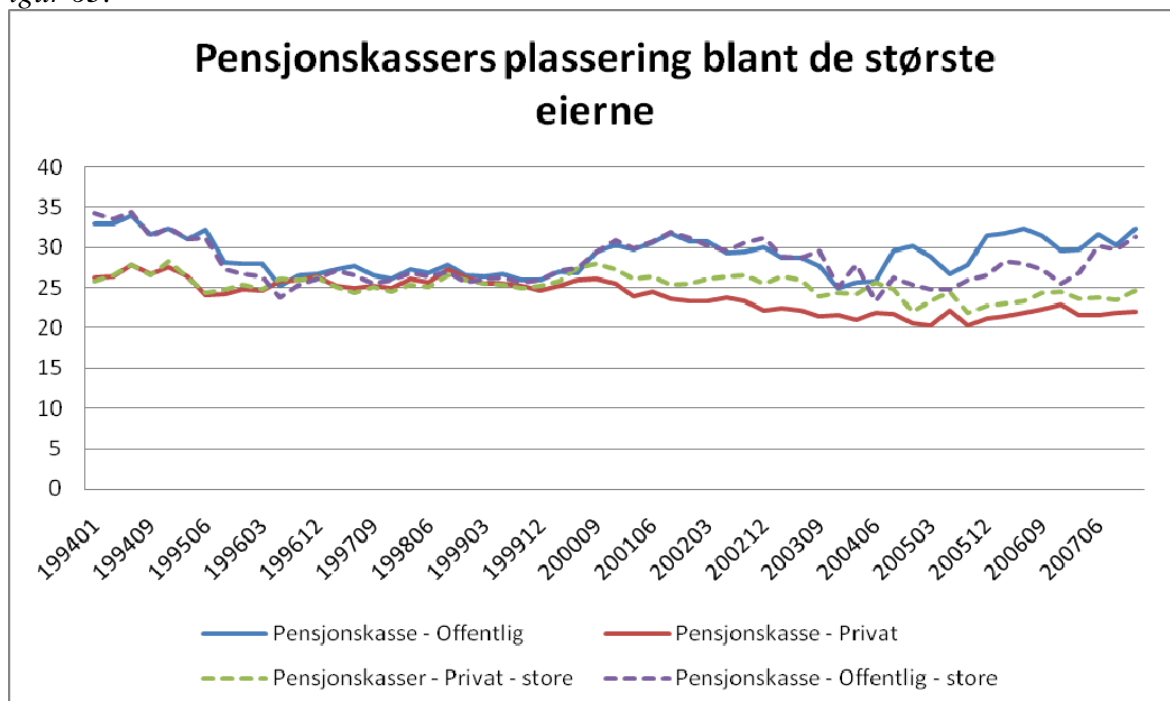
Figur 62:



Figur 62 viser gjennomsnittlig eierplassering over tid. Dersom livselskapene kun var største eier i aksjene de investerte i ville vi fått en linje som gikk ved ett-tallet. Igjen deler vi opp selskapene i alle selskap og de største selskap. For livselskap ser vi en utvikling fra å være i

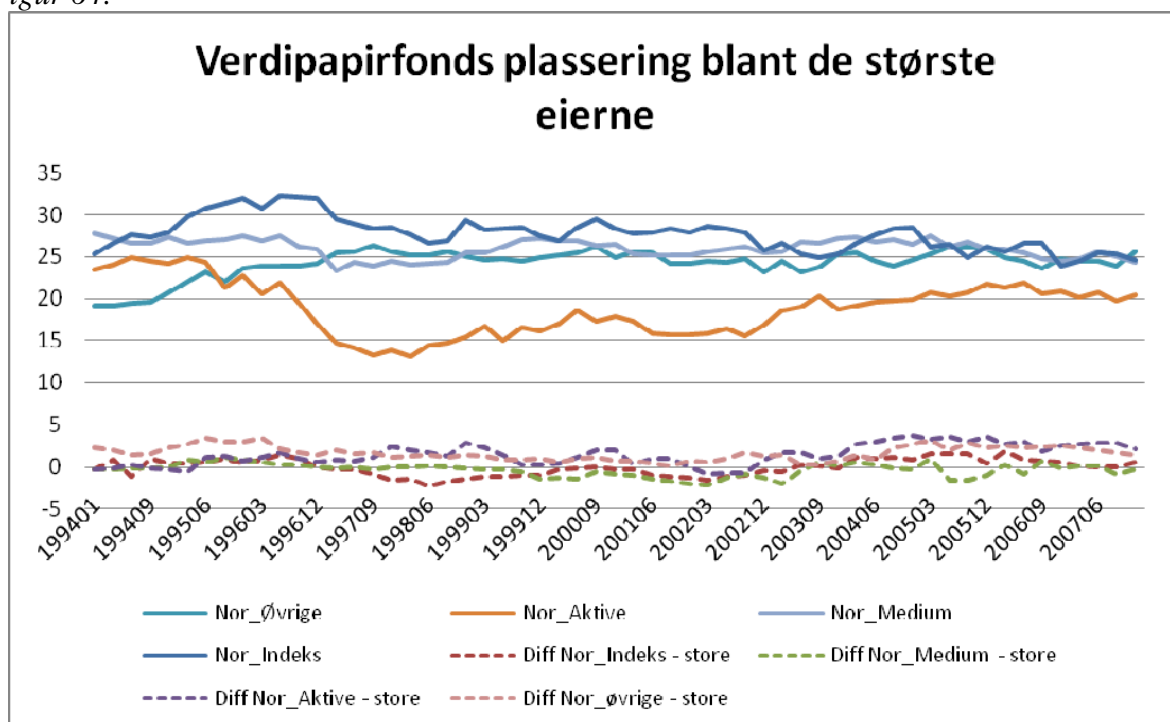
gjennomsnitt nr. 15 på eierlisten til å bli rundt den 20. største eier. Dette henger nok ikke sammen med en ny måte å tenke aktivt eierskap på, men mer at den kapitalen livselskap investerer på Oslo Børs er blitt mindre og en i større grad velger å gå ned i relativ eierpost for de aksjene en investerer i heller enn å selge seg ut av enkeltselskaper (Se Figur 53).

Figur 63:



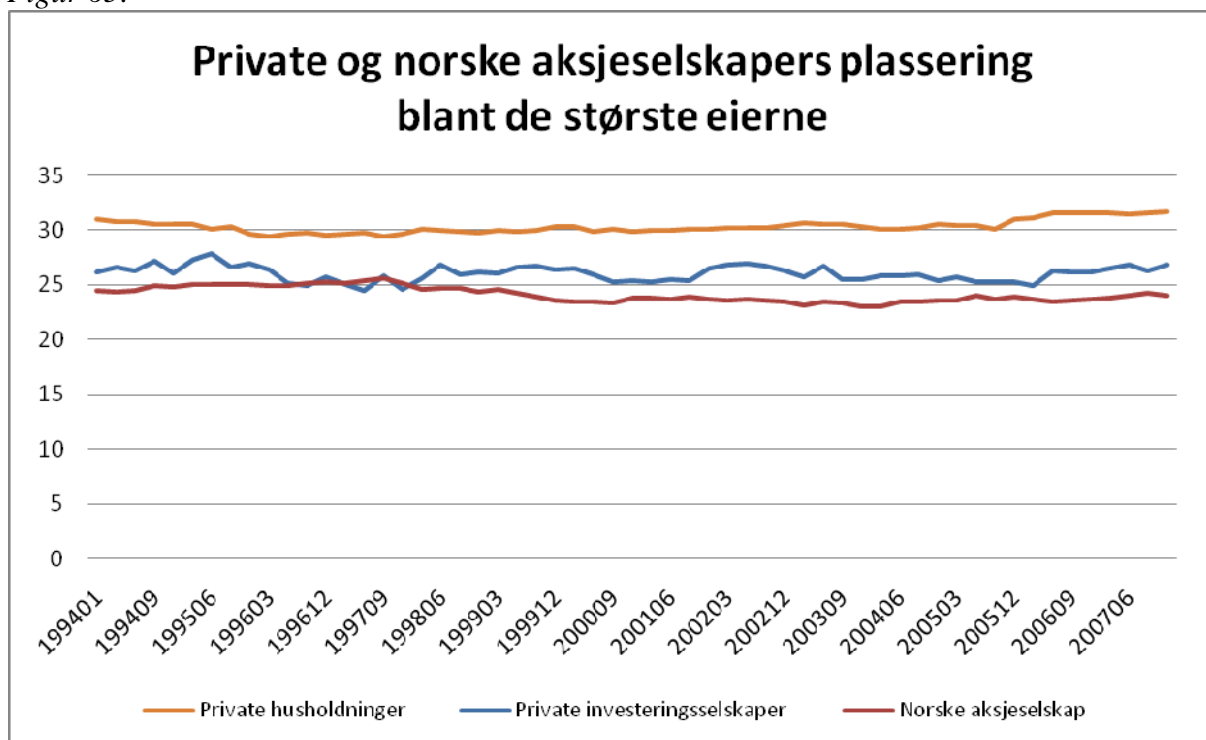
For pensjonskasser ser vi en ganske flat utvikling. Akkurat som for livselskap er det liten forskjell mellom alle selskap og store selskap grunnet at en i stor grad eier store selskap.

Figur 64:



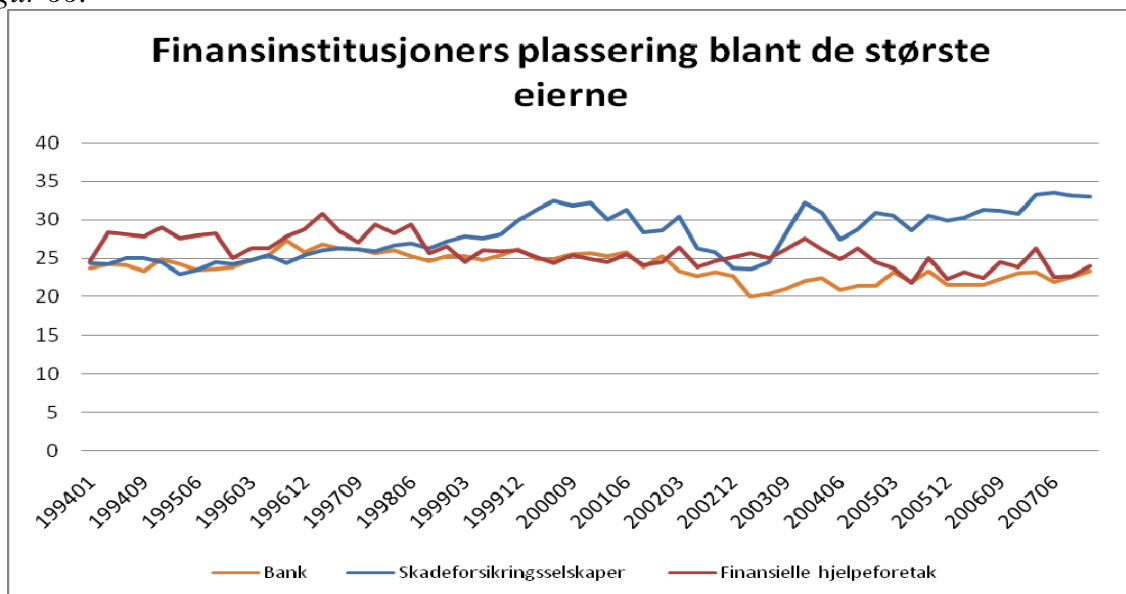
I Figur 64 viser vi gjennomsnittsplassering blant de største eierne for verdipapirfond. Samme figur viser differansen mellom plassering for alle aksjer og store aksjer (stiplet linje). Om det skulle være noe å tolke ut fra figur så er det at aktive fond har økt sine eierposisjoner. Dette skjedde spesielt i siste halvdel av 1990-årene selv om plasseringene faller over tid. For differansen mellom alle selskap og de største selskap ser vi at aktive fond har en positiv differanse. Det kan tolkes som at en er større eiere i alle aksjer enn blant de store, dvs. at aktive fond er større eiere i små selskap, relativt sett. For øvrige fond er det liten forskjell.

Figur 65:



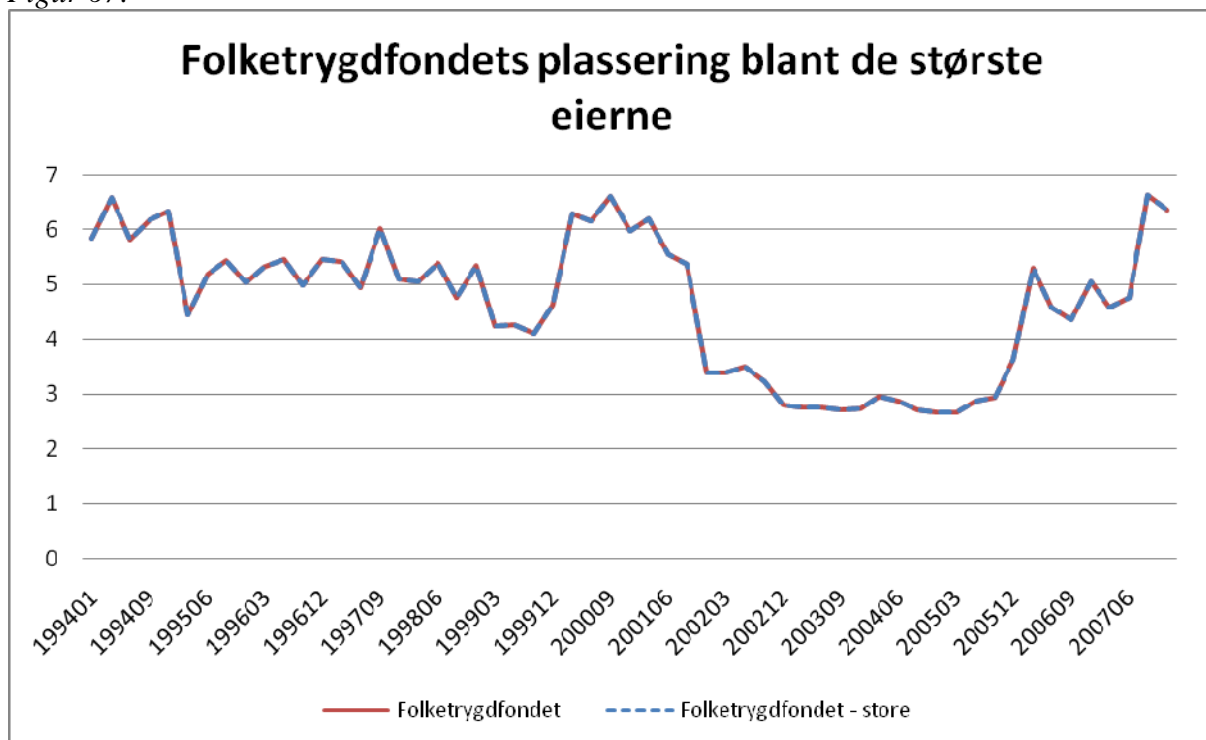
Som vi ser fra Figur 65 er det liten endring over tid for private husholdninger, private investeringsselskap og vanlige aksjeselskap.

Figur 66:



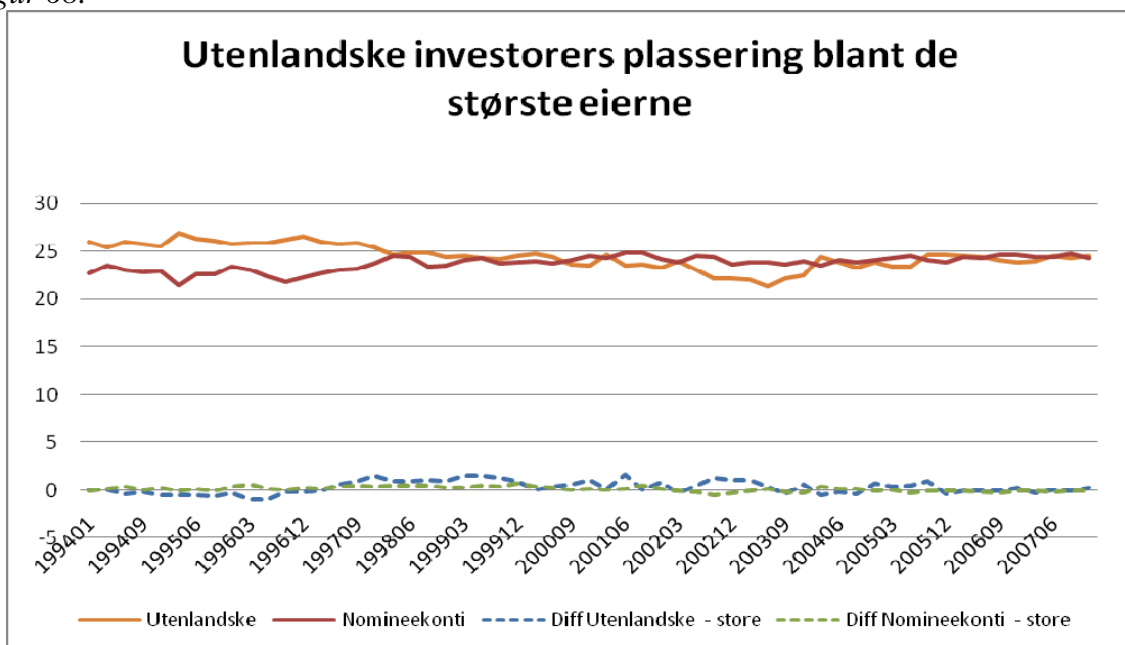
I samsvar med at skadeforsikringsselskap selger seg ned, finner en at eierrangen også går ned, mens øvrige finansinstitusjoner er stabile.

Figur 67:



Utviklingen av eierrang for Folketrygdfondet er mer interessant. Vi ser for det første at det ikke er forskjell mellom alle og store selskap, dette henger sammen med at Folketrygdfondet stort sett investerer i store selskap. Videre ser vi at fra slutten av 2000 til slutten av 2005 hadde Folketrygdfondet i gjennomsnitt en klart høyere eierposisjon, sammenlignet med andre deler av perioden. Generelt ser vi at Folketrygdfondet er en stor eier i de selskap de investerer i og dette er også en begrunnelse for deres aktive eierpolicy.

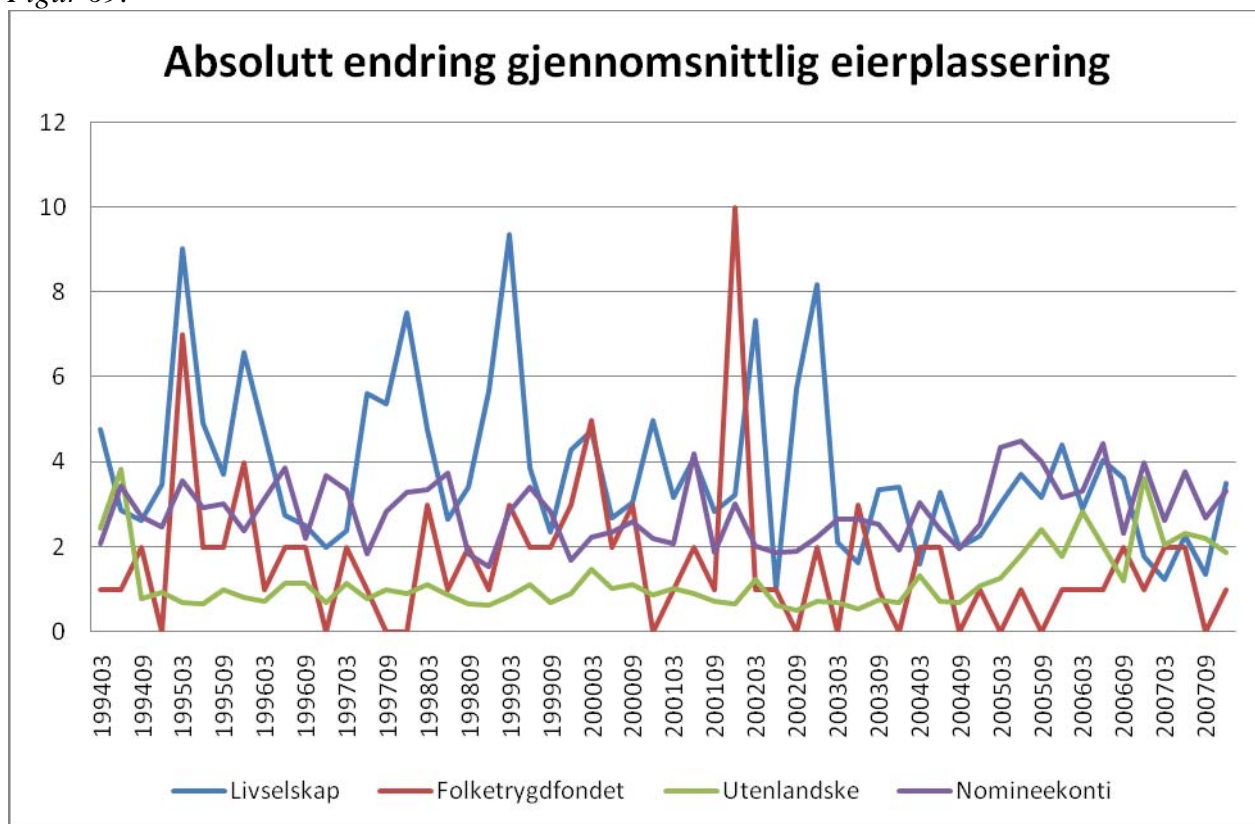
Figur 68:



For utenlandske investorer ser vi en veldig stabil gjennomsnittlig eierposisjon. Differansen mellom alle og store selskap er også liten. Altså det er ikke forskjell i eierposisjon mellom alle og store selskap i utlendingers investeringer.

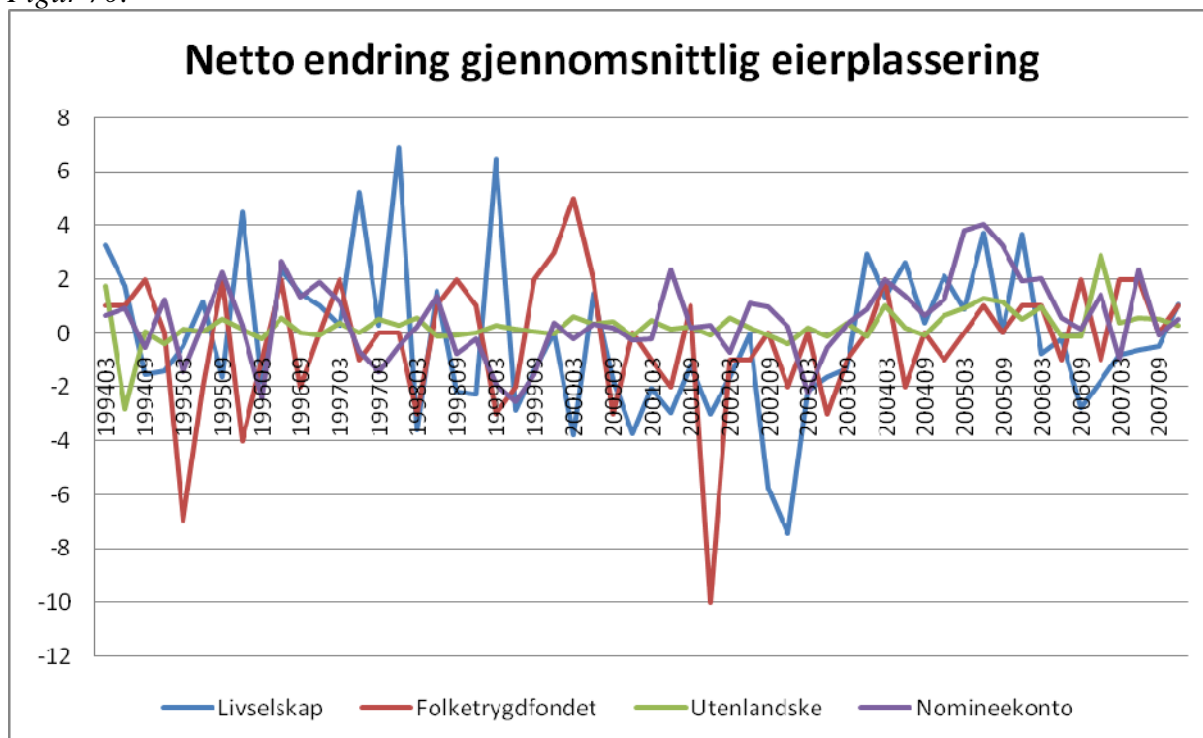
Et annet mål på om investorer er "aktive forvaltere" kan være å se på endring i gjennomsnittlig nummer største eier (rang) fra periode til periode. En kan se på absolutt endring eller netto endring. For absolutt endring summerer en både en økning (for eksempel går fra å være aksjonær nr. 5 til nr. 4) og nedgang (fra for eksempel nr. 4 til nr. 5) uten å ta hensyn til at de to endringene har motsatt fortegn. Tallet vil da si noen om aktivitetsnivået til investorene selv om endringene også kan skyldes andre investorers handel i aksjen. Vi har gjort analyser for alle investorsektorer, men fant ikke så mye interessant variasjon. Vi nøyer oss derfor med å vise noen eksempler nedenfor.

Figur 69:



Figur 69 viser absolutt endring gjennomsnittlig eierplassering for livselskap, Folketrygdfondet, utenlandske og nominee konti. Her skiller kjente utenlandske investorer seg ut ved at de er langt mer stabile enn andre. Denne observasjonen kan indikerer at de opptre mer langsiktig som eiere. De andre investorkategoriene stemmer mer "med føttene". Figur 70 viser netto endring og vi finner også her at utlendingene har mer stabil posisjon.

Figur 70:



7.3 Overvekt versus undervekt i de ulike sektorene.

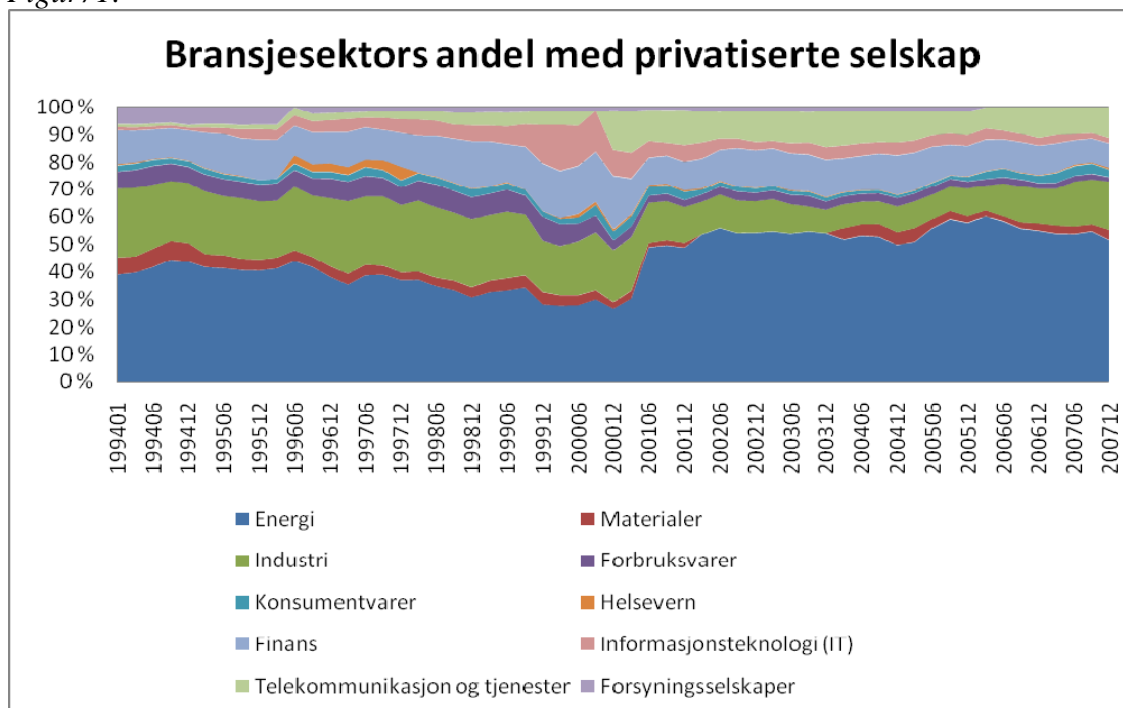
Den siste analysen i dette kapitlet ser på investors portefølje i sammenheng med bransjesammensetningen av Oslo Børs' aksjer. I analysen ser vi på vektene av investorers portefølje i de ulike bransjesektorene på Oslo Børs. Dersom en investor har en skjev portefølje i forhold til sammensetningen på Oslo Børs kan det tolkes som han prøver å utnytte sin antatte ekstra informasjon- eller analyse-fordel gjennom aktiv forvaltning, jfr. diskusjonen i pkt. 3.2.. En kan også ved en slik analyse se hvordan porteføljene til investorer utvikler seg over tid i forhold til Oslo Børs' samlede utvikling.

Oslo Børs er delt opp i følgende bransjesektorer i henhold til GICS¹⁹ (Se Vedlegg 4 for detaljer om hvilke aksjer som inngår i hvilke bransjer):

Energi
Materialer
Industri
Forbruksvarer
Konsumentvarer
Helsevern
Finans
Informasjonsteknologi (IT)
Telekommunikasjon og tjenester
Forsyningsselskaper

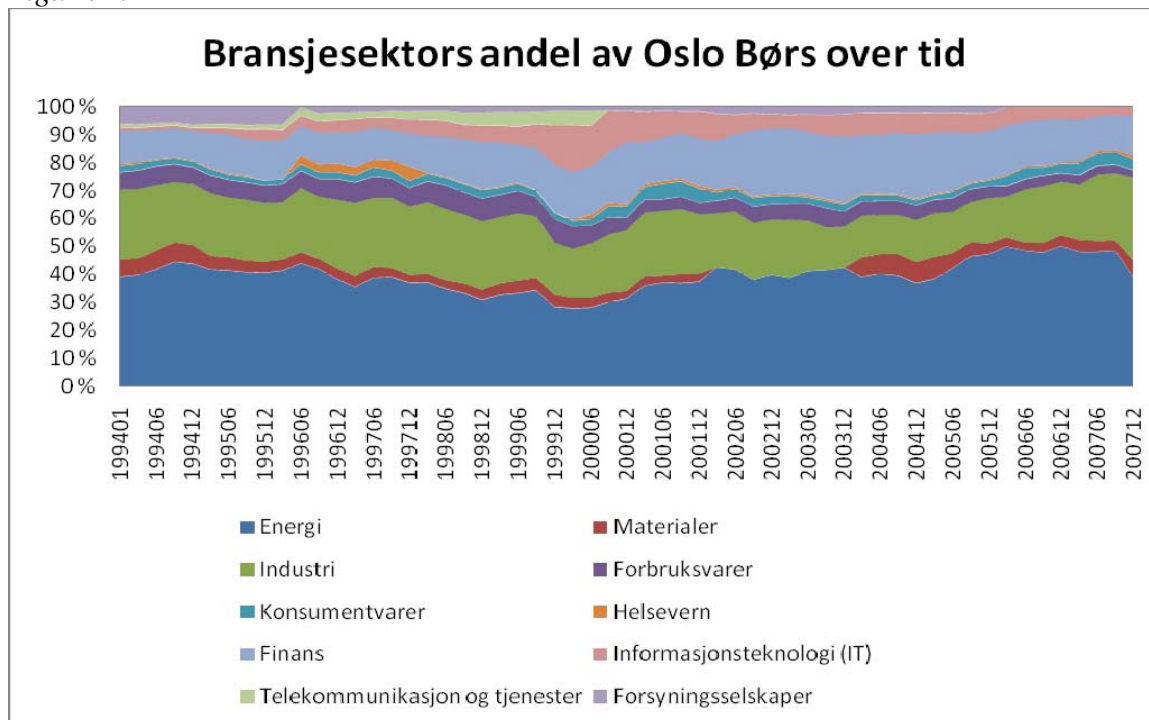
¹⁹ Se den kommende artikkel av Nes, Skjeltorp og Ødegaard (2008) i Praktisk Økonomi og Finans for en oversikt over utviklingen i industrisammensetning og avkastning på Oslo Børs over perioden 1980-2007. GICS er en forkortelse for Global Industry Classification Standard, utviklet av Standard&Poor's og MSCIBarra.

Figur 71:



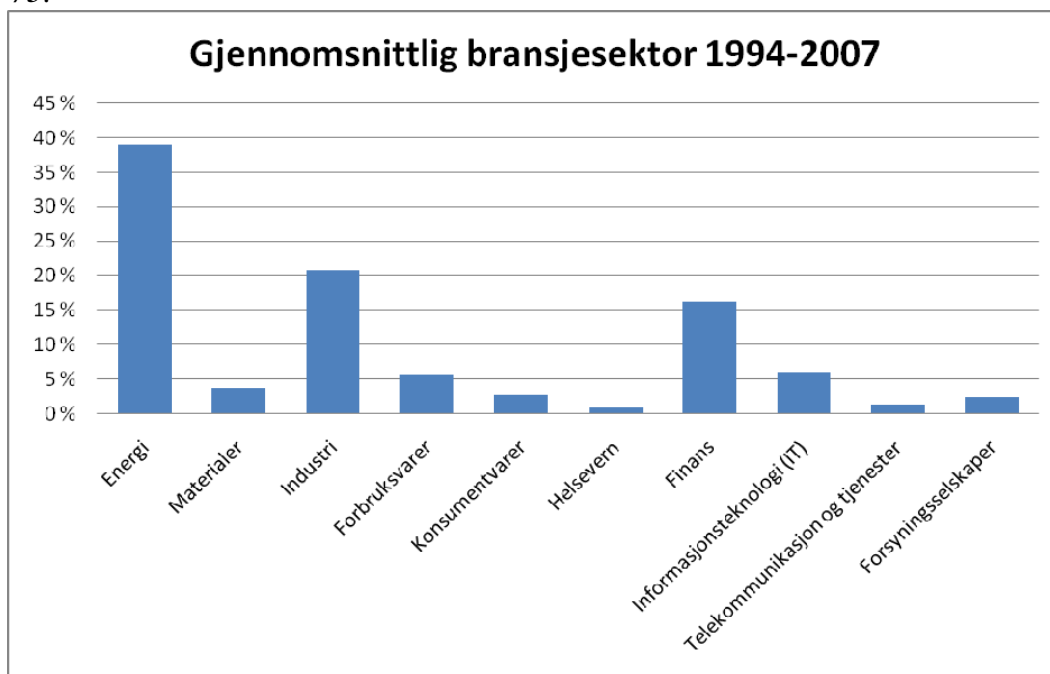
I Figur 71 viser vi størrelse på de ulike bransjesektorene. Vi ser at den største sektoren er energi. Deretter kommer industri og finans. Denne figuren inneholder de privatiserte selskapene (StatoilHydro, Telenor og Cermaq). Det ser vi for eksempel med økning av telekommunikasjon sektor ved slutten av 2000 ved børsnotering av Telenor og ved økning av energi sektor ved børsnotering av Statoil. Vi ser også tydelig IT – boblen. Det er en stor økning i bransjene IT og telekommunikasjon og tjenester fra 1999 til midten av 2001. Norsk Hydro har i vår definisjon hele tiden vært knyttet til energisektoren.

Figur 72:



Figur 72 over viser størrelsen på de ulike bransjesektorene utenom de privatiserte selskapene. Konsistent med tidligere analyser vil vi i resten av denne seksjonen utelate de privatiserte selskapene StatoilHydro, Statoil, Telenor og Cermaq. Vi ser at energi er fremdeles største sektor. På slutten har energi, selv uten Statoil, økt en del. Helt på slutten ser vi en oppgang for finans og industri.

Figur 73:



Figur 73 viser gjennomsnittlig størrelse for de ulike sektorene over perioden. Som et mål på investors investeringsstil kan vi se på om investor investerer tilsvarende størrelse på de ulike bransjer eller tar "bet" ved å ha en annen eksponering.

Vårt mål på en over- eller undervekt er da:

$\text{Over/Under-vekt} = \text{Investors faktiske eksponering} - \text{bransjens andel av Oslo Børs}$
--

Tabell 18:

	199401	Energi	Materiale	Industri	Forbruksv	Konsumer	Helsevern	Finans	Informasj	Telekomn	Forsyning
Verdipapirfond - Nor_Indeks	-13 %	-1 %	12 %	3 %	4 %	0 %	-7 %	-1 %	0 %	2 %	
Verdipapirfond - Nor_Medium	-19 %	5 %	13 %	0 %	0 %	0 %	-4 %	6 %	1 %	-2 %	
Verdipapirfond - Nor_Aktive	-23 %	0 %	12 %	11 %	0 %	0 %	-5 %	11 %	7 %	-5 %	
Verdipapirfond - Nor_Øvrige	-15 %	4 %	8 %	-2 %	1 %	0 %	3 %	1 %	-1 %	1 %	
Pensjonskasse - Offentlig	-22 %	-1 %	-6 %	6 %	2 %	0 %	29 %	0 %	0 %	0 %	
Pensjonskasse - Privat	-27 %	1 %	12 %	-2 %	5 %	0 %	9 %	1 %	-1 %	2 %	
Livselskap	-14 %	0 %	15 %	-2 %	2 %	0 %	-5 %	0 %	-1 %	5 %	
Private investeringselskaper	-28 %	3 %	19 %	5 %	2 %	0 %	7 %	-1 %	-1 %	0 %	
Folketrygdfondet	-14 %	0 %	9 %	-5 %	2 %	0 %	5 %	0 %	-1 %	4 %	
Bank	-30 %	18 %	1 %	3 %	6 %	0 %	8 %	0 %	-1 %	-6 %	
Skadeforsikringselskaper	-16 %	0 %	15 %	-1 %	2 %	0 %	-4 %	3 %	-1 %	2 %	
Finansielle hjelpeforetak	-37 %	-5 %	28 %	-5 %	0 %	0 %	19 %	0 %	0 %	3 %	
Aksjeselskap	-15 %	6 %	2 %	-1 %	2 %	2 %	1 %	0 %	-1 %	3 %	
Private husholdninger	-29 %	-5 %	5 %	41 %	0 %	0 %	-7 %	3 %	-1 %	-5 %	
Utenlandske	13 %	-3 %	-4 %	-2 %	-2 %	-1 %	-6 %	0 %	3 %	2 %	
Nomineekonti	8 %	-3 %	-1 %	-4 %	-2 %	0 %	0 %	0 %	-1 %	4 %	

Tabell 18 viser overvekt for ulike investorgrupper i ulike bransjer ved starten av 1994.

Tabell 19:

	199912	Energi	Materiale	Industri	Forbruksv	Konsumer	Helsevern	Finans	Informasj	Telekomn	Forsyning
Verdipapirfond - Nor_Indeks	-6 %	4 %	5 %	-1 %	1 %	0 %	-4 %	2 %	-1 %	0 %	
Verdipapirfond - Nor_Medium	-7 %	3 %	5 %	-3 %	2 %	0 %	-7 %	7 %	1 %	-1 %	
Verdipapirfond - Nor_Aktive	5 %	4 %	3 %	-3 %	5 %	1 %	-16 %	7 %	-5 %	0 %	
Verdipapirfond - Nor_Øvrige	-2 %	0 %	7 %	-2 %	0 %	0 %	-2 %	2 %	-2 %	-1 %	
Pensjonskasse - Offentlig	-9 %	2 %	12 %	-2 %	3 %	0 %	8 %	-8 %	-5 %	-1 %	
Pensjonskasse - Privat	-14 %	1 %	9 %	-3 %	3 %	0 %	6 %	1 %	-3 %	0 %	
Livselskap	-2 %	2 %	10 %	-4 %	1 %	0 %	-6 %	1 %	0 %	-1 %	
Private investeringselskaper	-9 %	-4 %	-11 %	10 %	-1 %	0 %	25 %	-4 %	-5 %	-1 %	
Folketrygdfondet	-4 %	1 %	11 %	-5 %	1 %	0 %	5 %	-7 %	-3 %	1 %	
Bank	-9 %	5 %	0 %	-3 %	2 %	0 %	13 %	-2 %	-5 %	-1 %	
Skadeforsikringselskaper	-15 %	3 %	12 %	-3 %	1 %	0 %	5 %	-3 %	0 %	-1 %	
Finansielle hjelpeforetak	-20 %	-1 %	9 %	-3 %	1 %	0 %	2 %	6 %	-2 %	8 %	
Aksjeselskap	-9 %	2 %	2 %	7 %	2 %	0 %	-6 %	-3 %	3 %	1 %	
Private husholdninger	-20 %	-4 %	-5 %	4 %	3 %	1 %	-13 %	41 %	-5 %	-1 %	
Utenlandske	-16 %	-2 %	8 %	5 %	-2 %	0 %	-9 %	4 %	13 %	-1 %	
Nomineekonti	6 %	0 %	-1 %	0 %	-1 %	0 %	-1 %	2 %	-4 %	-1 %	

Tabell 19 viser overvekt for ulike investorgrupper i ulike bransjer ved slutten av 1999.

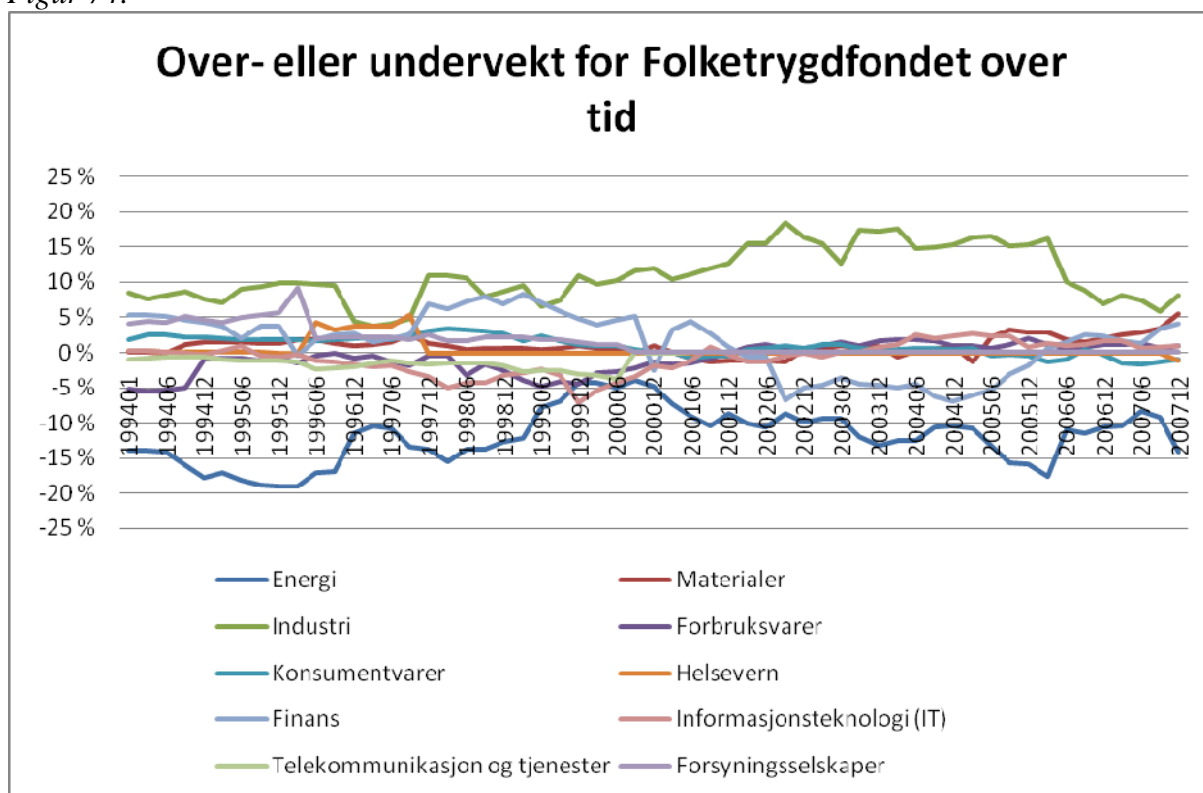
Tabell 20:

	2007.12 Energi	Materiale Industri	Forbruksv	Konsumer	Helsevern	Finans	Informasj	Telekomn	Forsyning	
Verdipapirfond - Nor_Indeks	-4 %	4 %	0 %	0 %	-1 %	0 %	1 %	3 %	0 %	0 %
Verdipapirfond - Nor_Medium	-6 %	1 %	-1 %	-1 %	1 %	2 %	-3 %	9 %	0 %	-2 %
Verdipapirfond - Nor_Aktive	-8 %	1 %	-2 %	1 %	15 %	1 %	-10 %	3 %	0 %	-3 %
Verdipapirfond - Nor_øvrige	0 %	-1 %	6 %	-1 %	3 %	0 %	-7 %	3 %	0 %	-2 %
Pensjonskasse - Offentlig	-25 %	0 %	17 %	1 %	-4 %	0 %	14 %	4 %	0 %	0 %
Pensjonskasse - Privat	-13 %	-1 %	-1 %	-2 %	6 %	3 %	2 %	4 %	0 %	2 %
Livselskap	-3 %	2 %	6 %	0 %	-1 %	0 %	-2 %	2 %	0 %	0 %
Private investeringselskaper	-18 %	0 %	-18 %	-1 %	-1 %	2 %	35 %	2 %	0 %	-2 %
Folketrygdfondet	-9 %	3 %	6 %	1 %	-1 %	0 %	3 %	1 %	0 %	0 %
Bank	-9 %	-3 %	-3 %	3 %	0 %	1 %	1 %	3 %	0 %	7 %
Skadeforsikringselskaper	-43 %	-3 %	-20 %	-3 %	-3 %	0 %	75 %	-1 %	0 %	-3 %
Finansielle hjelpeforetak	-13 %	3 %	-20 %	-3 %	-3 %	1 %	26 %	12 %	0 %	-2 %
Aksjeselskap	-10 %	-3 %	14 %	2 %	1 %	1 %	-5 %	-1 %	0 %	1 %
Private husholdninger	-15 %	-2 %	-4 %	4 %	1 %	6 %	-6 %	16 %	0 %	0 %
Utenlandske	-1 %	-1 %	9 %	-2 %	4 %	0 %	-6 %	1 %	0 %	-3 %
Nomineekonti	6 %	0 %	-6 %	1 %	-1 %	0 %	2 %	0 %	0 %	-2 %

Tabell 20 viser overvekt for ulike investorgrupper i ulike bransjer ved slutten av 2007.

Tilsvarende fordelinger kan fremstilles i grafer for de ulike investorgruppene, eksempelvis viser Figur 74 Folketrygdfondets over- eller undervekt over tid.

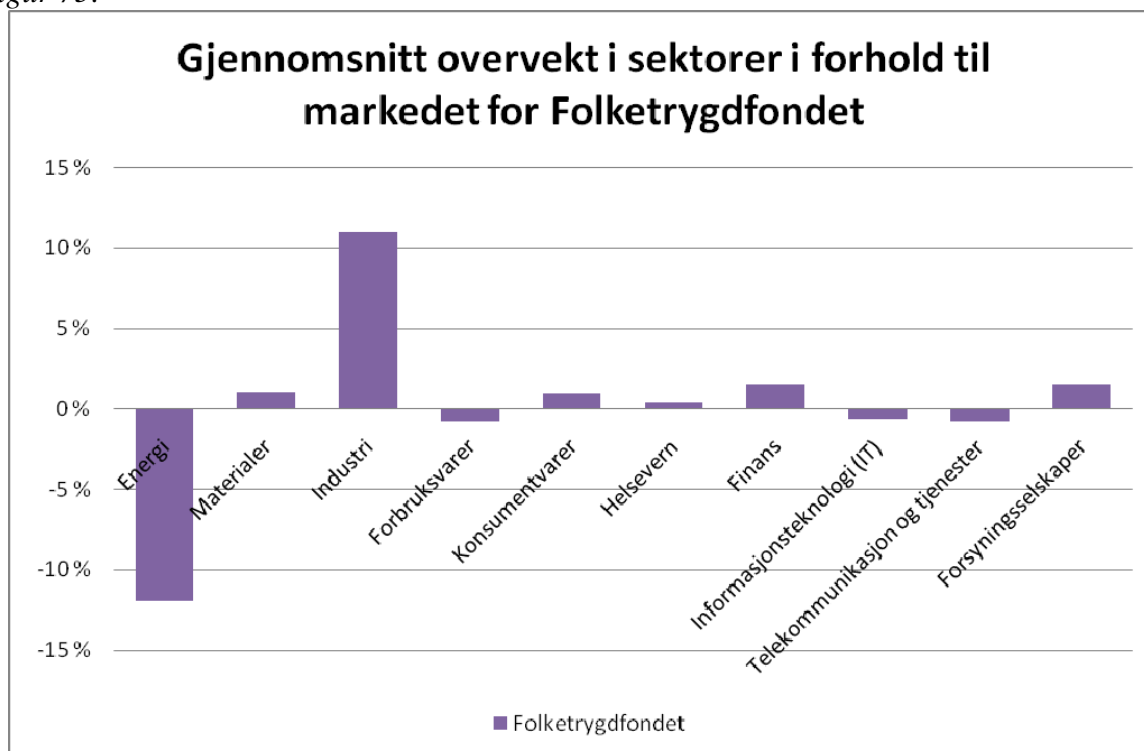
Figur 74:



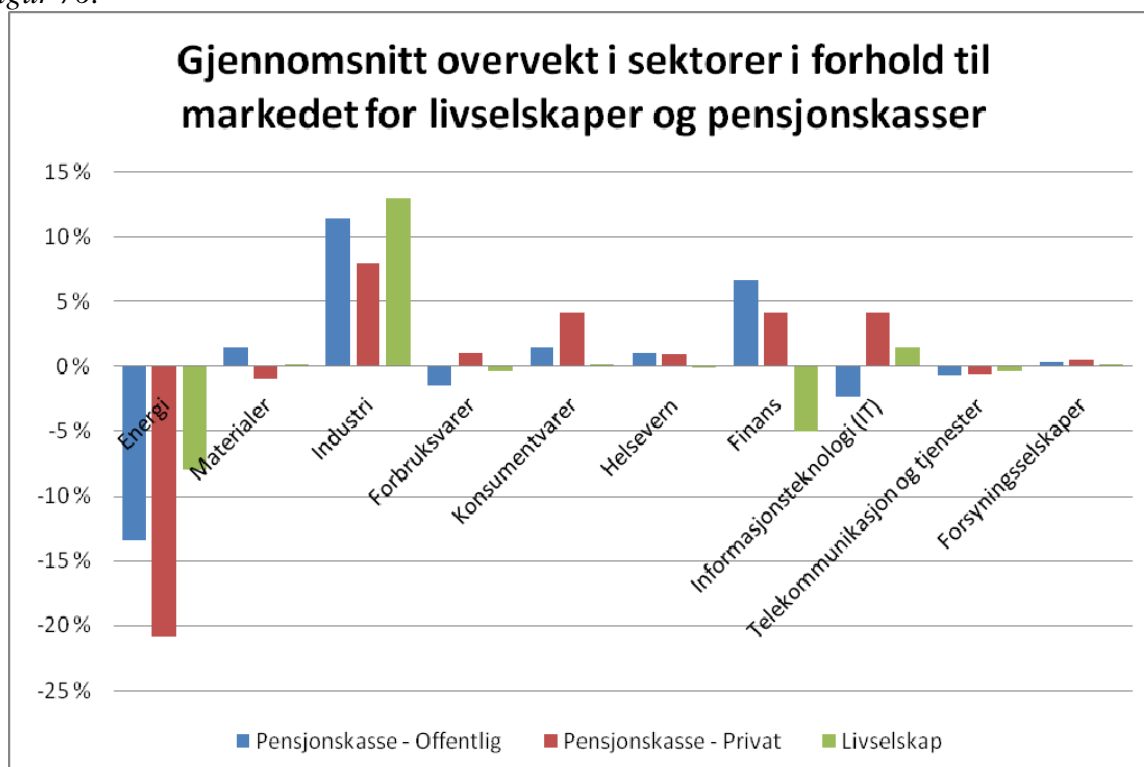
Vi ser på differansen mellom Folketrygdfondets andel i de ulike bransjene og Oslo Børs andel i de ulike bransjene for hvert kvartal. Figur 75 nedenfor viser en gjennomsnittsbetraktning for hele perioden. Denne gir bedre oversikt, men ved å utelate tidsdimensjonen går vi for

eksempel glipp av at Folketrygdfondet er undervektet i IT-aksjer under IT boblen. Videre ser vi at undervekten i energi var minst omtrent i samme periode. Det kan også se ut som at den langvarige overvekten i industri er noe på vei ned. Undervekt i energi kan ha sammenheng med regulering knyttet til maksimal andel av portefølje i enkelt selskap, i dette tilfellet Norsk Hydro.

Figur 75:

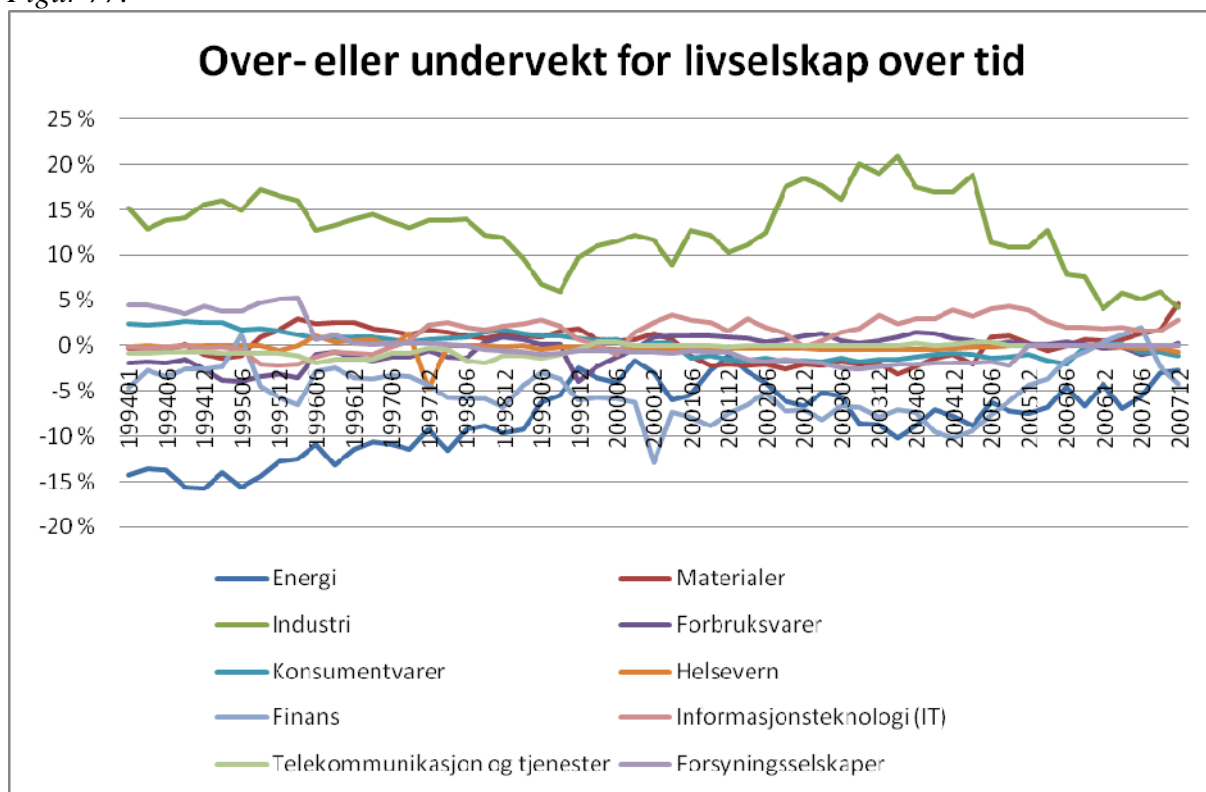


Figur 76:



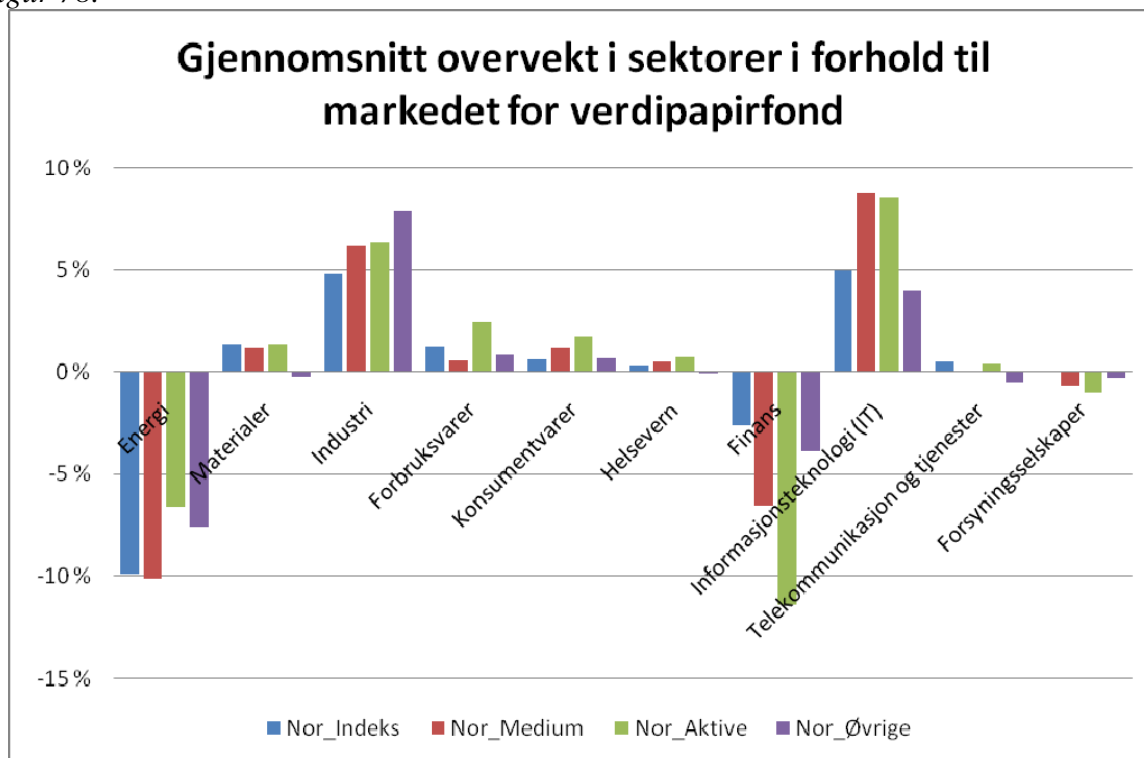
For livselskaper og pensjonskasser ser vi at de i perioden har vært omtrent likt over- og undervektet. Disse investorene pleier å følge hverandre tett. De har som Folketrygdfondet vært undervektet i energi og overvektet i industri. Pensjonskassene har vært overvektet i finans, mens livselskap har vært undervektet i finans. Det siste skyldes også at livselskapene er underlagt kapitaldekningskrav som medfører særlige kapitalkrav for investeringer i finans. Undervekt i energi kan ha sammenheng med regulering knyttet til maksimal andel av portefølje i enkelt selskap, i dette tilfellet Norsk Hydro.

Figur 77:



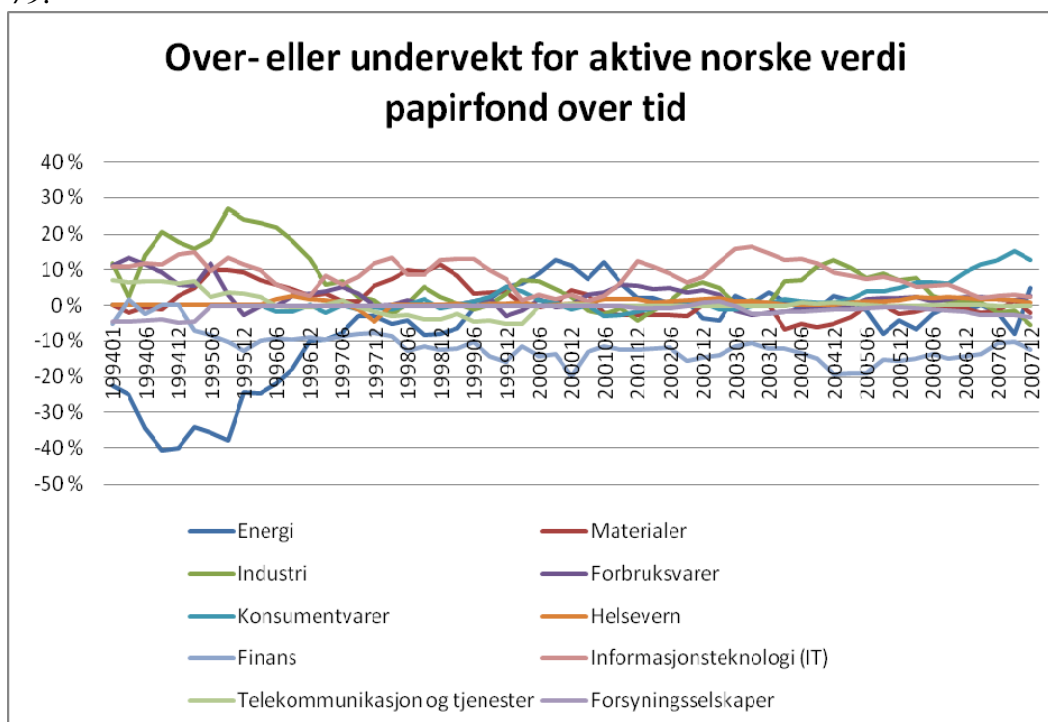
Når det gjelder tidsbilde ser vi at for livselskap er overvekten i industri på vei ned og også undervekten i energi på vei bort. Årsak kan være at Norsk Hydro utgjør mindre andel av Oslo Børs i slutten av perioden enn i starten (Se Figur 8 i avsnitt 2.2). Undervekten i finans er også på vei til å forsvinne. Videre ser vi at livselskapene har hatt en liten overvekt i IT de siste årene.

Figur 78:



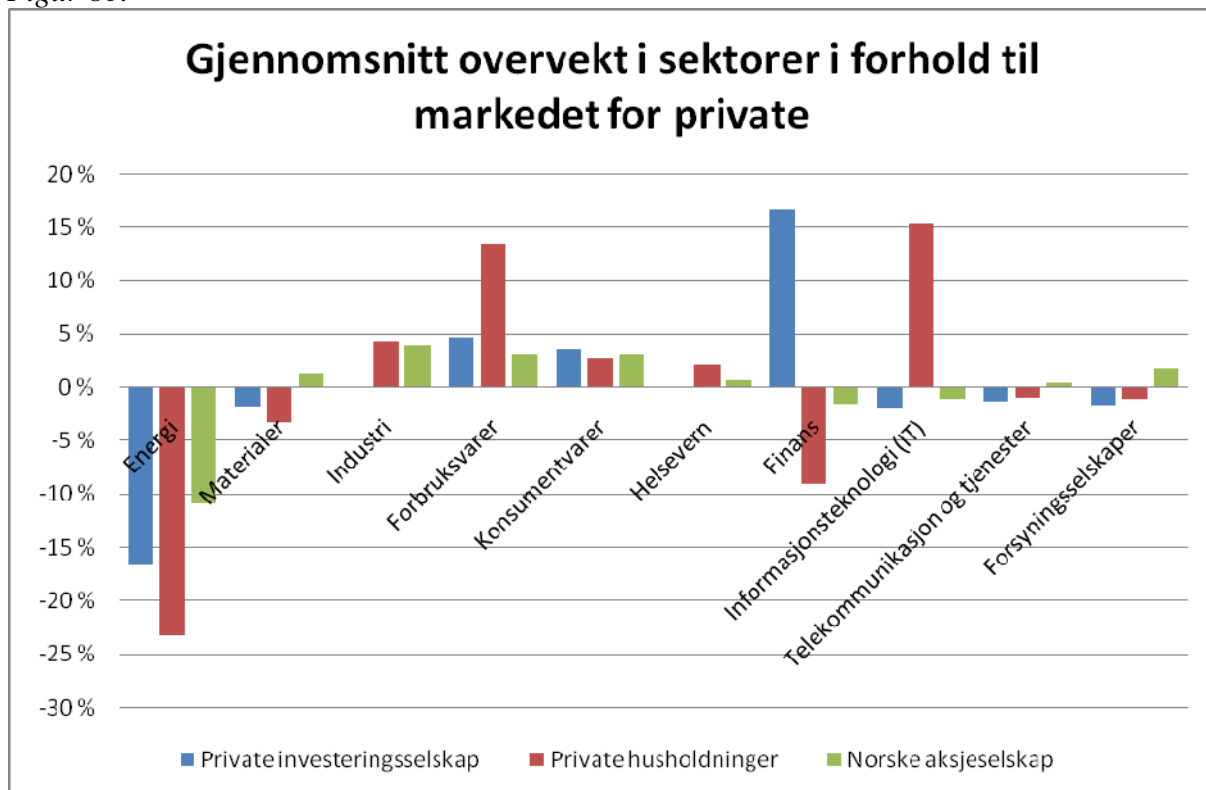
For verdipapirfond skulle vi på forhånd forvente at indeks fond lå nærmere indeks enn aktive fond. Dette stemmer nok til en viss grad. Vi ser at indeks fondene har mindre overvekt i industri og IT og mindre undervekt i finans enn de andre fondene. Det er noen selskaper event. bransjer som forvalterne liker spesielt. Verdipapirfond vil alltid være spesielt eksponert mot mer populære trender siden disse også påvirker deres attraktivitet blant andelshavere og potensielle investorer.

Figur 79:



Når det gjelder bilde over tid ser vi at her har det vært en god del endringer. Vi velger her å se på endringer over tid for gruppen aktive fond. Energi var undervektet tidlig, men er omtrent nøytralt i den senere tid. Dette kan igjen ha sammenheng med reguleringer knyttet til maksimal eierandel i enkelt selskap (i praksis Norsk Hydro). Det motsatte bildet gjelder for industri som er overvektet tidlig i perioden og nøytralt seinere. Finans har alltid vært undervektet. IT har alltid vært en populær bransje for aktive fond, også under IT boblen.

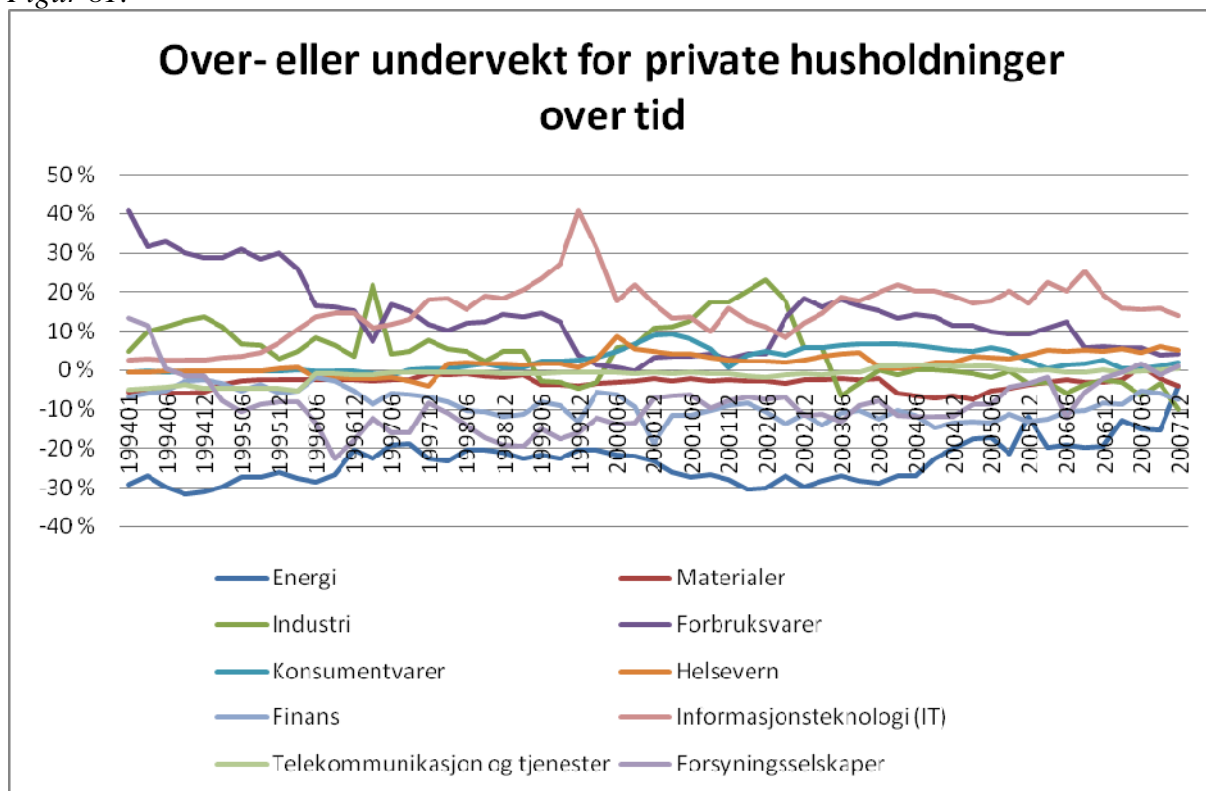
Figur 80:



For de neste tre investorgruppene, private investeringsselskap, private husholdninger og norske aksjeselskap, ser vi en del interessante trekk. For alle tre er energi i gjennomsnitt over tid upopulært. Forbruksvarer er populært for private husholdninger. Det kan ha sammenheng med at private investorer ofte kjøper aksjer i de som fanger deres oppmerksomhet.²⁰ Noe uventet finner vi at private investeringsselskap investerer mye i finans aksjer, mens private husholdninger undervektet denne bransjen. Til slutt finner vi at private husholdninger er særlig ”glade i” IT aksjer.

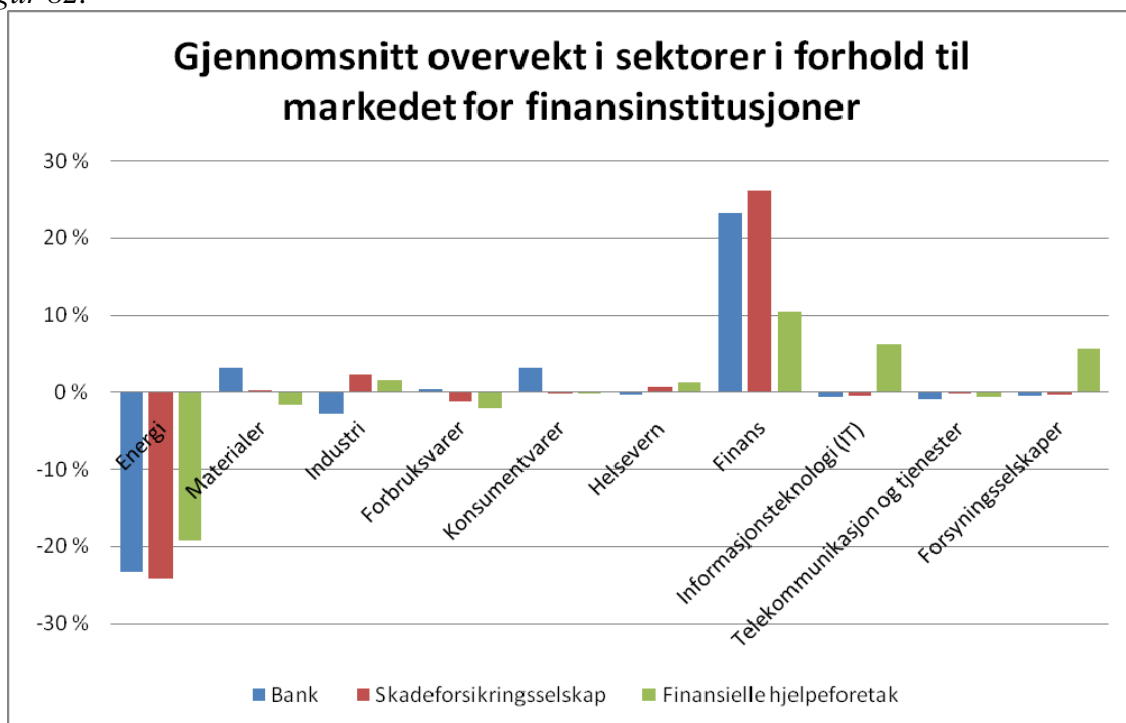
²⁰ Det kan være selskap som er mye i media, som er lokalisert i nabolaget eller som driver i samme bransje som en arbeider i.

Figur 81:



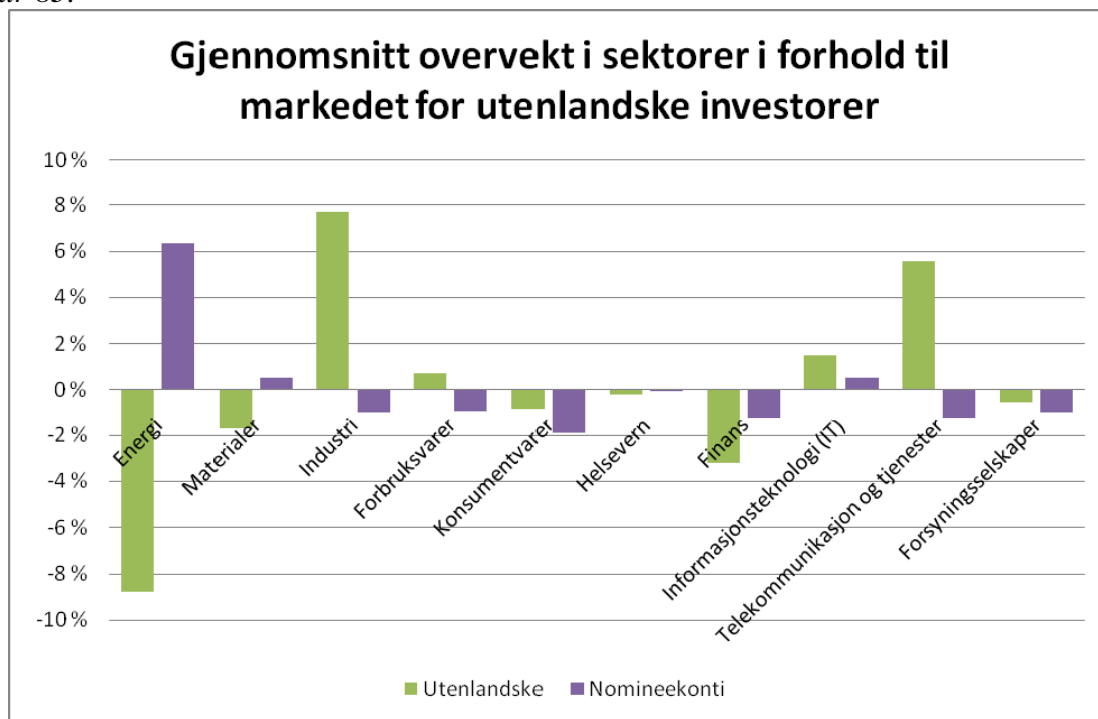
Ved å bryte ned forrige figurs gjennomsnittsbetraktninger til å se utviklingen over tid, ser vi at overvekten blant husholdningene i forbruksvarer er synkende, men positivt over hele perioden. Undervekten i energi er avtagende over tid. Det var en topp i overvekt i IT knyttet til IT boblen, men denne sektoren er også overvektet i resten av perioden. Vi undersøker dette nærmere i Figur 86.

Figur 82:



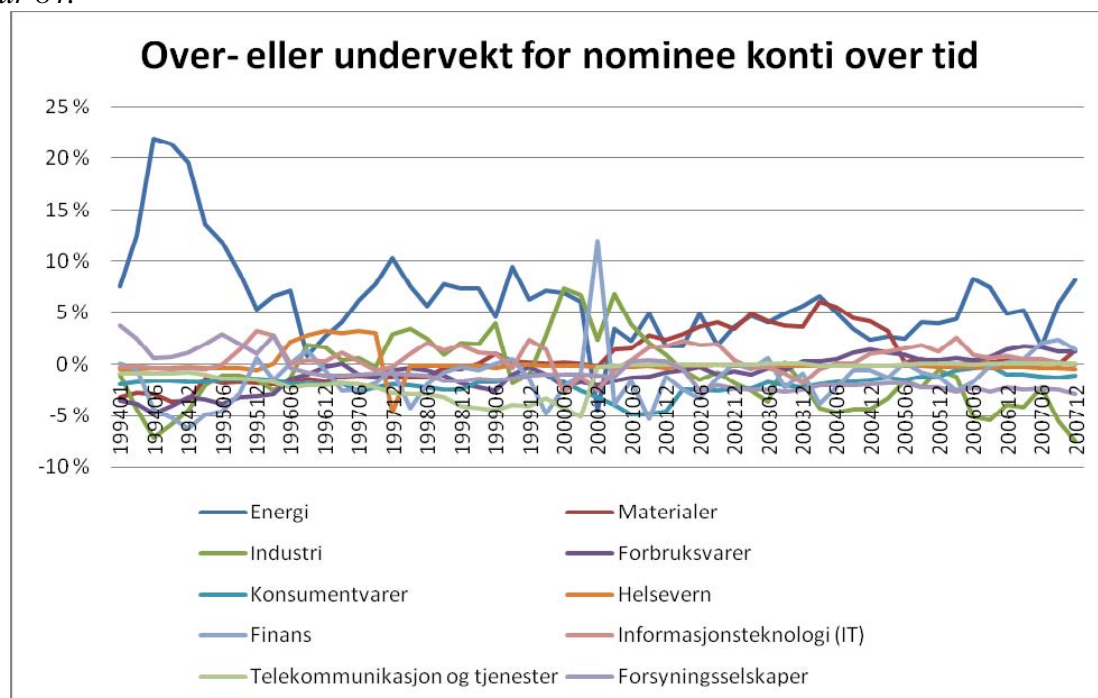
For finansinstitusjoner ser vi en gjennomsnittlig undervekt i energi og overvekt i finans. Det kan være eierskap knyttet til strategiske poster eller oppkjøpsprosesser og ikke vanlig porteføljetankegang knyttet til disse investeringene. Et eksempel er DnB NORs andel i Storebrand, for å forhindre et oppkjøp av Storebrand fra andre.

Figur 83:



For utlendingene ser vi også en del interessante over- og undervekter. Vi finner at for utlendinger med kjent identitet har vi en undervekt i energi, mens det er en overvekt for nominee kontiene. Ellers overvekter utlendingene industri og telekommunikasjon og tjenester.

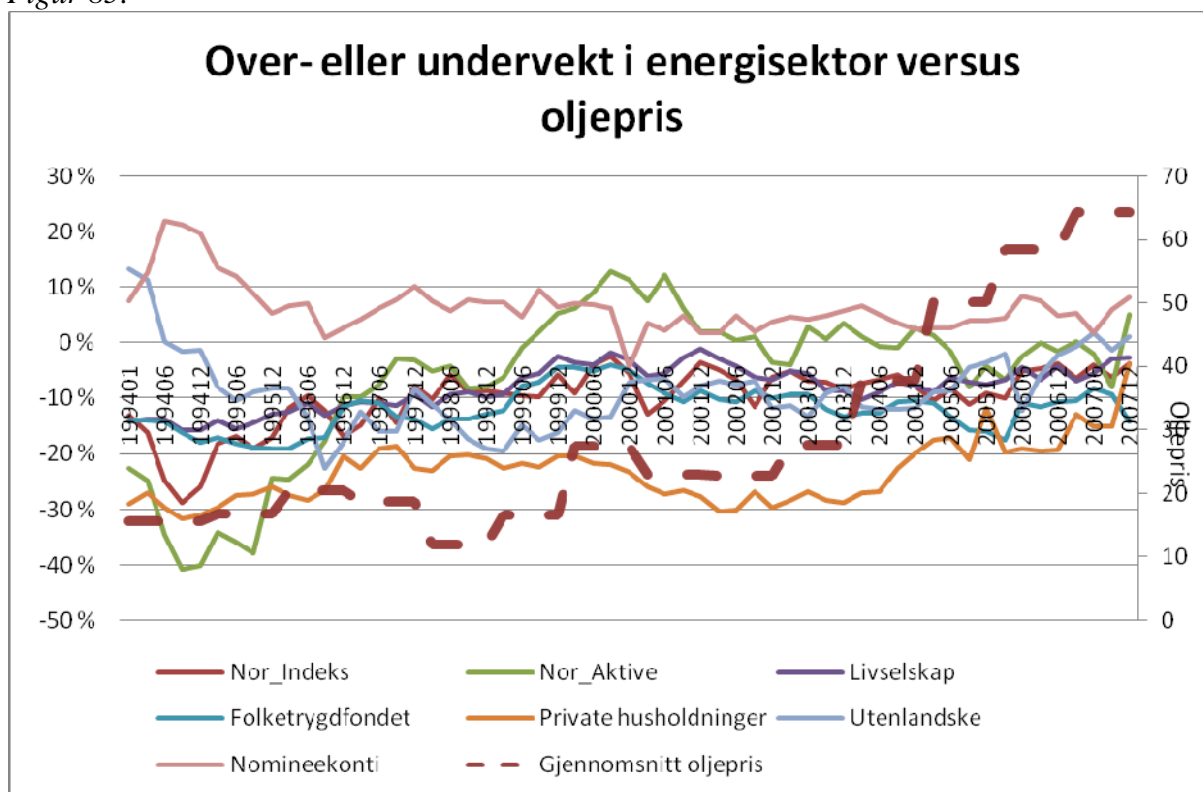
Figur 84:



Vi finner for nominee gruppen at de har en stor overvekt av energi i midten av 90-årene, mens denne overvekten synker seinere, uten å forsvinne helt. Vi vil komme tilbake til utlendingene i et eget avsnitt der vi blant annet ser på om de er overvektet i forhold til Oslo Børs aksjene i MSCI World Index.

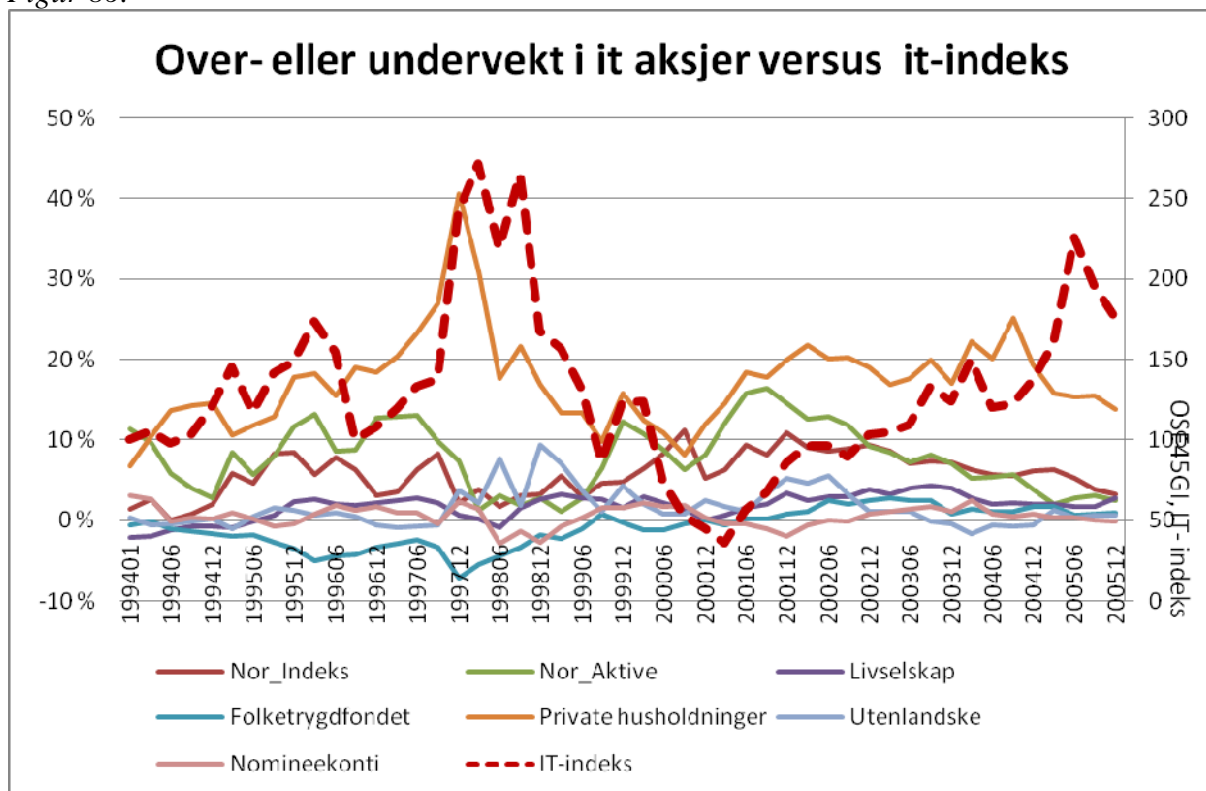
Under har vi to spesial figurer, den første viser sammenheng over- og undervekt knyttet til energi sektoren og oljeprisen. Den andre figuren viser sammenheng mellom IT indeksen på Oslo Børs og over- og undervekt i IT sektoren.

Figur 85:



Den røde stiplede linjen viser oljepris (nivå på høyre y-akse). Perioden kjennetegnes av en periode med lav oljepris, før den økte på slutten av 90-tallet og økte enda mer mot midten av dette tiåret. Derfor er det ikke så mange situasjoner som kan si noe om ulike investorer kjøper seg opp eller selger seg ut pga endringer i oljepris. Det er likevel klart at de som har hatt overvekt har kommet godt ut av denne perioden. Vi ser og har sett at nominee kontiene har hatt en overvekt i hele perioden. Aktive fond har gått fra undervekt til overvekt og seinere mer nøytral vekt. De dårligst posisjonerte har vært private husholdninger, de har hatt undervekt hele perioden og er først i den seinere tid opp mot nøytral vekt.

Figur 86:

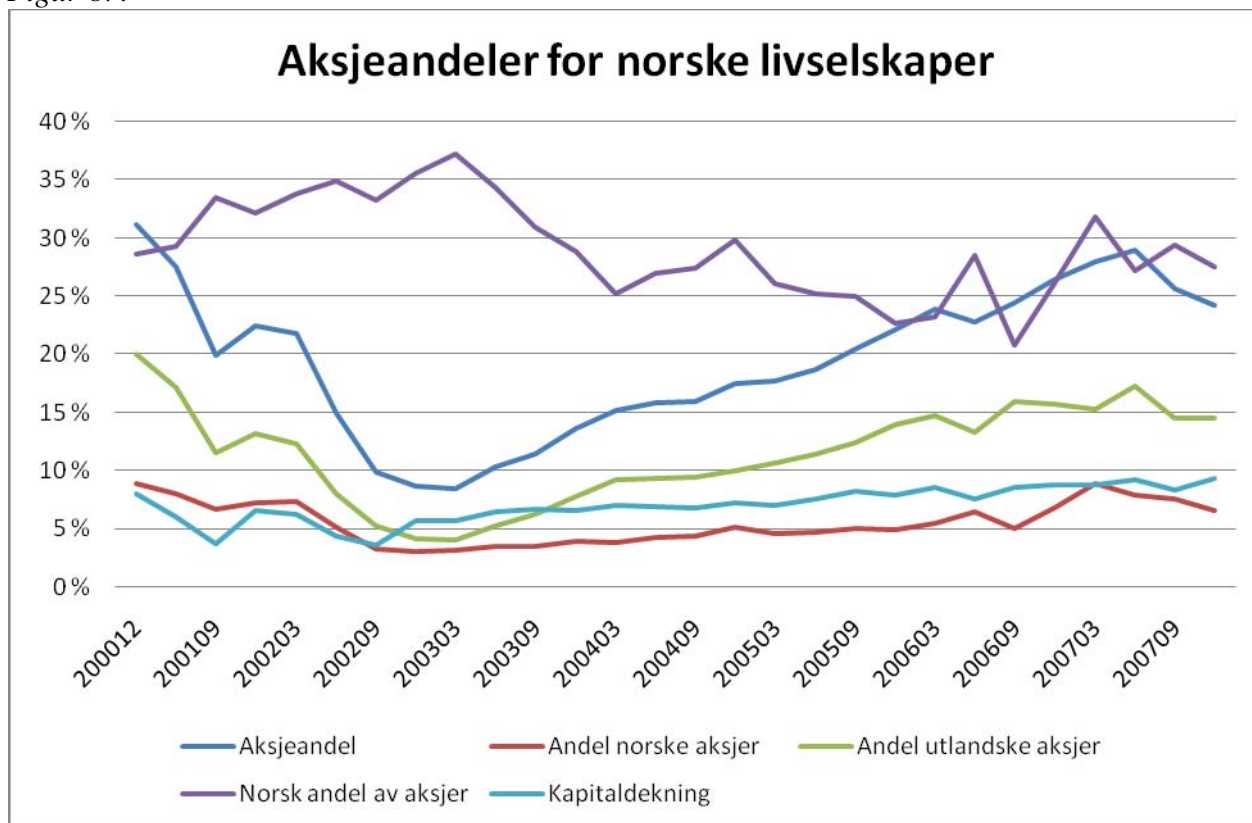


Figur 86 viser sammenhengen mellom it indeksen på Oslo Børs og over- og undervekt i IT aksjer. Vi ser at private husholdninger hadde en stor overvekt under IT boblen. De er tydelig de liker generelt it aksjer og satset stort under boblen. Folketrygdfondet derimot hadde undervekt under boblen. Aktive fond ser ut til å ha hatt en ganske god timing av IT boblen. De var inne tidlig, trakk seg delvis ut under den mest ekstatiske perioden, og kom tilbake seinere når it aksjene begynte å gå opp igjen.

8.0 Aktuelle tema

8.1 Livselskapenes investeringsstrategier 1994-2007

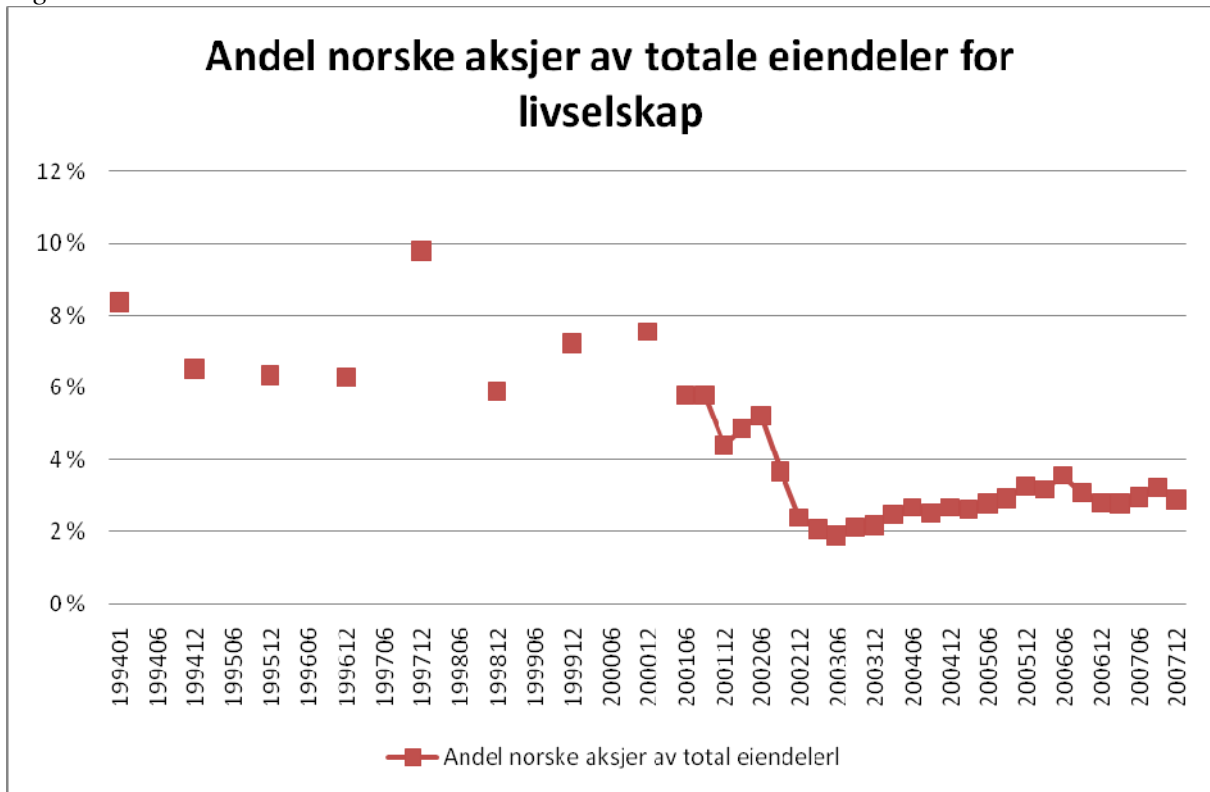
Figur 87:



Basert på tall fra FNH og NFØ har vi laget tall for aksjeandel for norske livselskap. Perioden i denne figuren er slutten av 2000 til slutten av 2007. Vi definerer aksjeandel som samlet verdi av aksjer delt på sum eiendeler, stort sett til markedsverdier. Andel norske aksjer er verdi aksjer i Norge delt på sum eiendeler. Andel utlandske aksjer er verdi aksjer i utland delt på sum eiendeler. Norsk andel av aksjer er verdi aksjer i Norge delt på verdi totalt aksjer. Kapitaldekning er risikokapital (egenkapital, ansvarlig lån og kursreserver) delt på sum eiendeler.

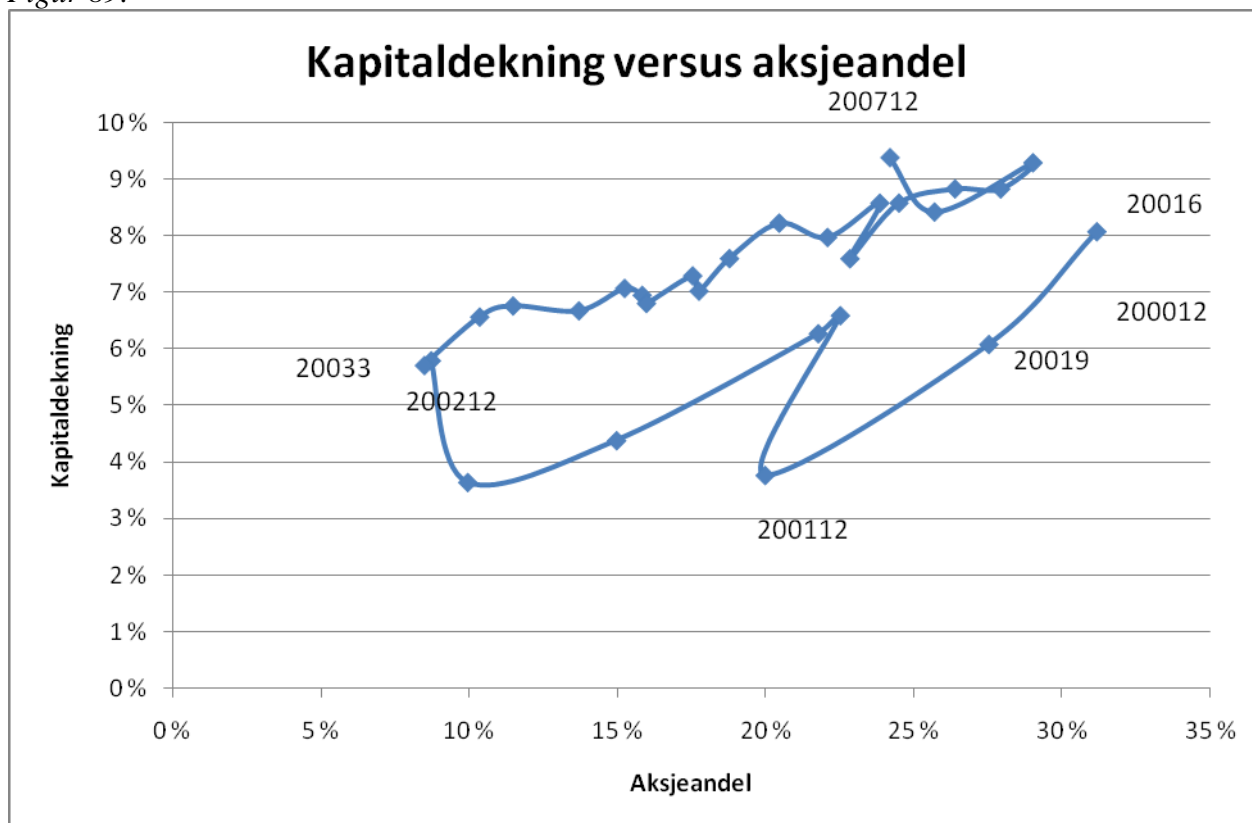
Vi ser at aksjeandelen har gått ned og deretter opp igjen med stigende marked. Andel norske aksjer og andel utenlandske aksjer har sunket før den har steget litt på slutten av perioden. Norsk andel av aksjer har først økt før den så har sunket i siste periode.

Figur 88:



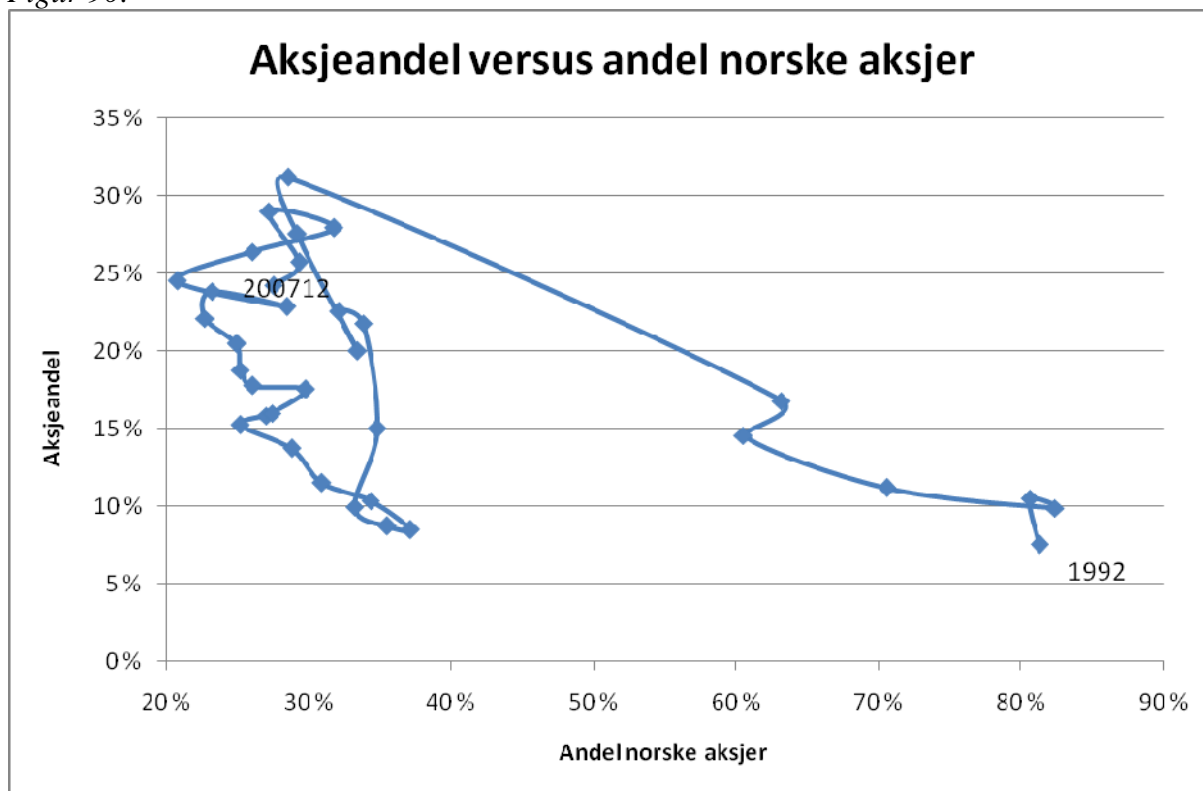
Her ser vi utvikling av andel norske aksjer (kun blant de 50 største eierne) i forhold til totale eiendeler for livselskap, basert på VPS-dataene. Vi ser en markert nedgang rundt år 2000. Vi ser at andelen fra VPS dataene er lavere enn andel fra FNH. Årsaken kan være at vi her bare ser på de 50 største eierne og at investeringer i norske aksjefond ikke er med. Hovedtrenden er at livselskapene reduserer sin eksponering mot hjemmemarkedet som del av en langt mer globalisert aktivaallokering av forvaltningskapitalen.

Figur 89:



Her ser vi hvordan aksjeandel følger et grovt mål for kapitaldekning. Livselskaper må følge en investeringsstrategi innenfor aktuelle lover og andre regelverk. Disse rammebetingelsene har hele tiden stimulert livselskapene til kortsiktighet og vi ser derfor stor grad av samvariasjon mellom kapitaldekning og aksjeandel. Mye tyder på at denne strategien skaper ”ekstra” svingninger i markedet. I tillegg medfører denne strategien at en typisk selger på bunn og kjøper på topp siden kursreservene i investeringsporteføljene i seg selv utgjør en vesentlig del av livselskapenes risikokapital.

Figur 90:



Figur 90 viser forholdet mellom samlet aksjeandel og andelen i norske aksjer fra midten av 1990-årene. Andel norske aksjer har gått ned i perioden og ført til at livselskap som eiersektor på Oslo Børs har blitt vesentlig redusert (Se pkt. 5.2.4). De seneste 10 år har livselskap hatt en ganske stabil andel i norske aksjer, mens total aksjeandel har variert mer.

8.2 Private aksje-/investeringsselskapers utvikling

I denne seksjonen ser vi nærmere på norske investeringsselskaper og aksjeselskaper.

Figur 91:



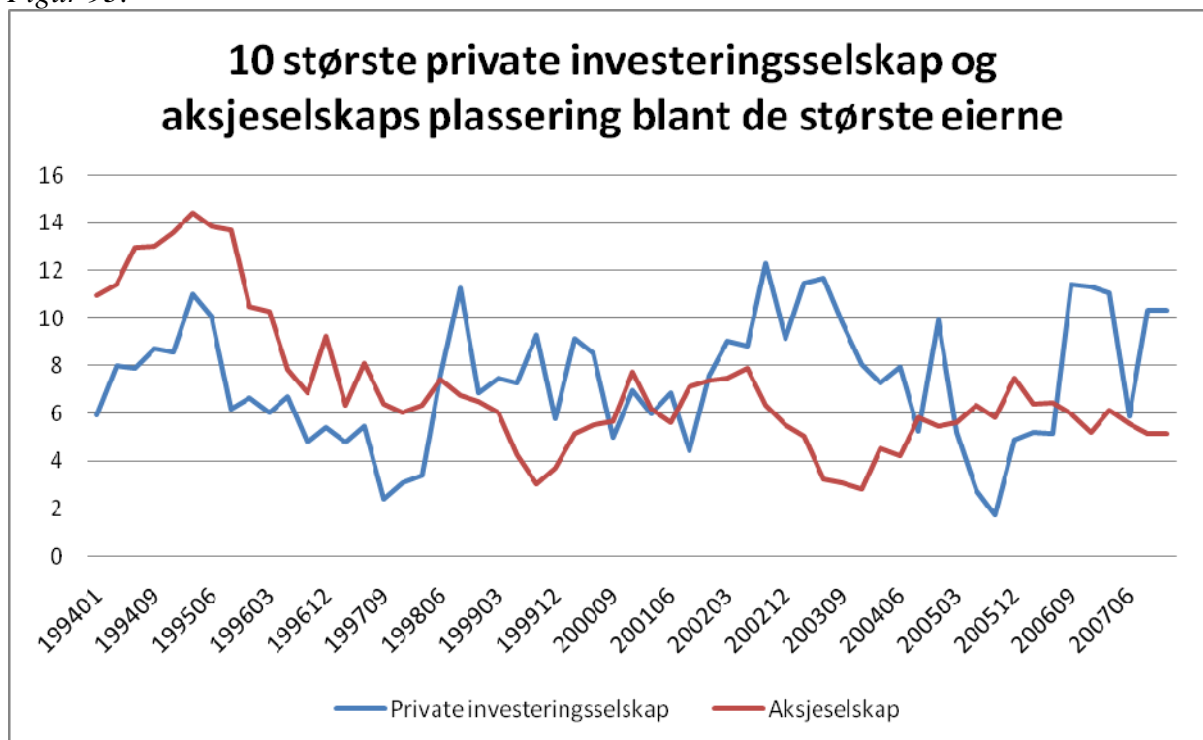
Det har vært hevdet at de største investerings- og aksjeselskapene spiller en viktig rolle som eiere på Oslo Børs. Derfor har vi lagt å se nærmere på dem. I Figur 91 ser vi verdien av aksjeporteføljene som de 10 største investerings- og aksjeselskapene har på Oslo Børs. For private investeringselskaper ser vi liten vekst, enda Oslo Børs har steget. Dette stiller spørsmål om vi har klart å definere investeringselskap skikkelig. For aksjeselskap ser vi en enorm vekst i verdi, en av forklaringene kan være Orklas investering i REC, se omtale i pkt. 5.2.2.. Nå vil vi se nærmere på en del mål knyttet til eierrollen for samme utvalg selskap.

Figur 92:



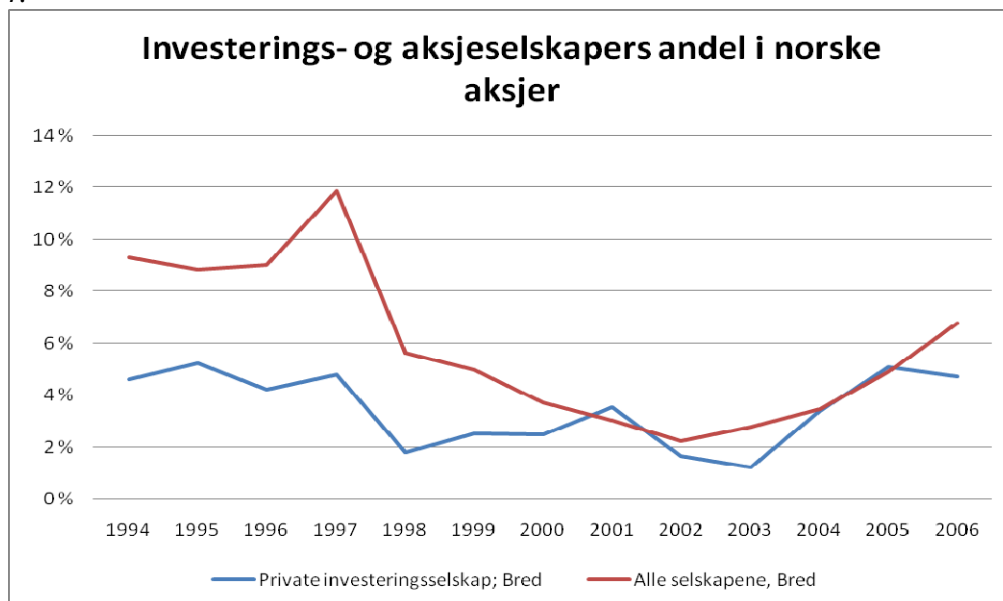
Her ser vi antall selskap eid av de 10 største investerings- og aksjeselskap delt på total antall selskaper på Oslo Børs. Mest interessant ser vi at aksjeselskapene har redusert antall selskaper de holder i porteføljen. Dette sett i lys av økt verdi, tilsier at disse investeringsselskapeen har økt sin eierkonsentrasjon i de selskapene de investerer i. For investeringsselskap er det en svak nedgang i forholdstallet.

Figur 93:



Figur 93 bekrefter at de 10 største aksjeselskapene er blitt større og er blant de største aksjonærene i de børsnoterte selskapene. Sammenhengen er mer uklar for investeringsselskapene. Samlet samsvarer dette med en hypotese om økt maktkonsentrasjon på eiersiden i de børsnoterte selskapene, jfr eierkonsentrasjonsanalysene i kapittel 6.

Figur 94:

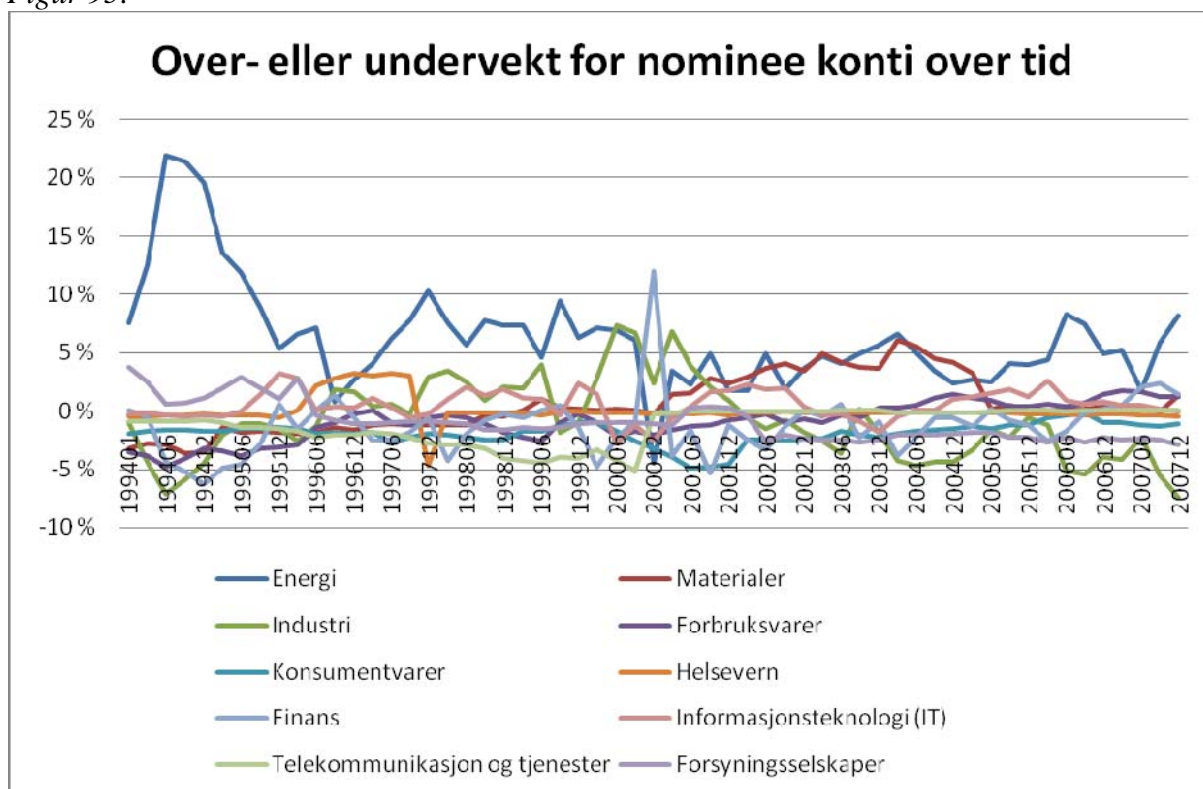


Som en grov indikasjon på hvor mye aksjeselskap relativt sett investerer i norske selskap har vi regnet andel av verdipapirporteføljene som er investert på Oslo Børs. Vi definerer bredt verdipapirer hentet fra Regnskapsdata som nevner. Ut fra nye skatteregler og fritaksmodellen skulle vi tro at flere private la sin aksjeholdning i aksjeselskap. Det kan trolig forklare noe av oppgangen på slutten av perioden. Vi har samtidig sett en stor børsoppgang relativt til andre land og aktiva klasser. Det er verre å forklare nedgang tidlig i perioden, men dette kan skyldes økt global diversifisering.

8.3 Utenlandske aksjonærers investordferd

Utenlandske investorer er den største investorgruppen på Oslo Børs. Derfor velger vi i denne seksjonen å se litt nærmere på deres investeringsadferd. Vi har allerede sett hvordan utlendingene investerer i forhold til sektorsammensetningen av på Oslo Børs. Men referanserammen eller benchmark for en utenlandsk investor som holder globale porteføljer er ofte ikke Oslo Børs' egne indekser, men en global referanseramme. Derfor ser vi på utlendingenes investeringer i forhold til en global indeks. Dersom utlendingene investerer likt som denne indeksen kan vi antyde at utlendingene er passive investorer som investere likt indeks (benchmark). Dersom de har en portefølje ulikt verdensindeksens utvalg av Oslo Børs tyder det på at utlendingene driver aktiv forvaltning. Nominee kontiene er også lite informative, er dette vanlige utlendinger som investerer via slike konti eller er det for eksempel nordmenn som handler på anonym basis via disse kontiene. Dersom det siste ville vi forvente mer avvikende posisjoner enn en vanlig indeks.

Figur 95:

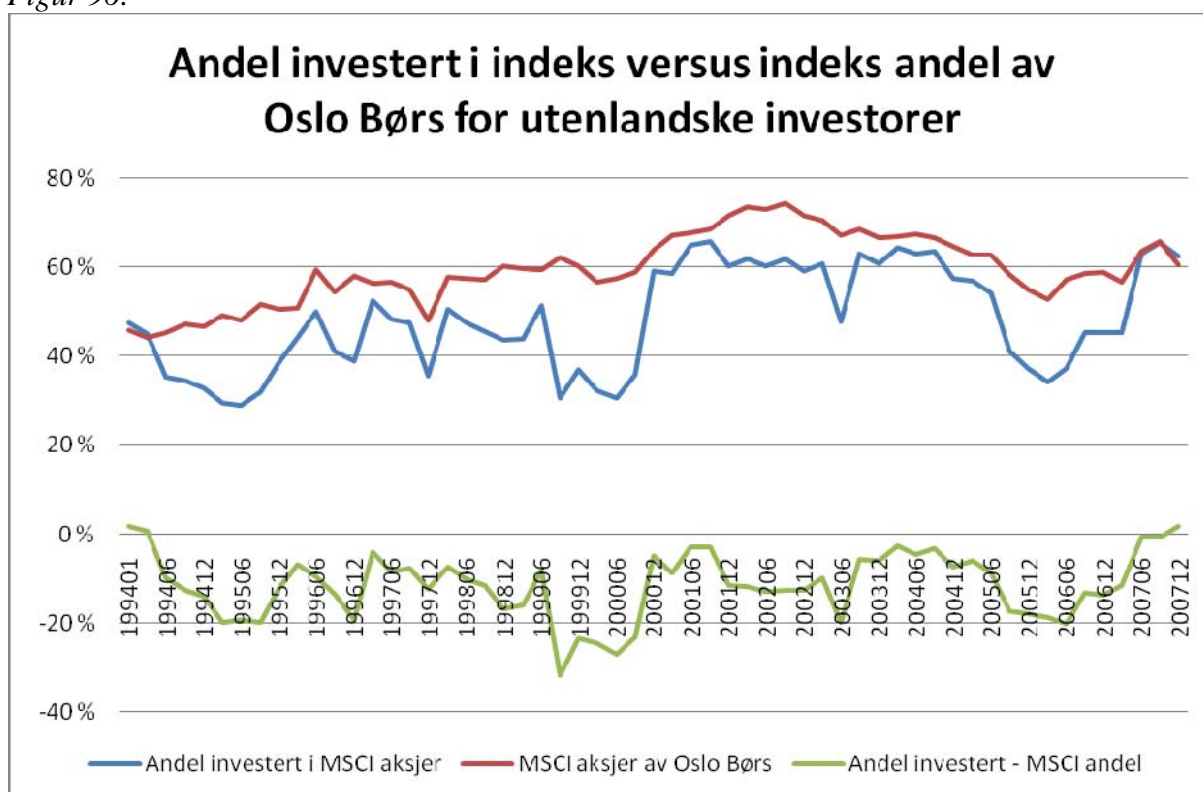


Til det siste først, dersom det var nordmenn som handlet gjennom nominee konti kunne vi kanskje forvente porteføljer som var likt med benchmark på Oslo Børs. Dette så vi på i seksjonen Sektorutvikling 1994-2007 (pkt. 5.2.7). Vi fant at utenlandsk eierskap gikk opp i perioden. Videre har vi sett at for nominee konti at utlendinger overinvesterer i energi aksjer

og undervektet spesielt industri sektoren. Denne overvekten skulle trolig tilsi at det var utlendinger som handler via nominee konti og søker oljeeksponering.

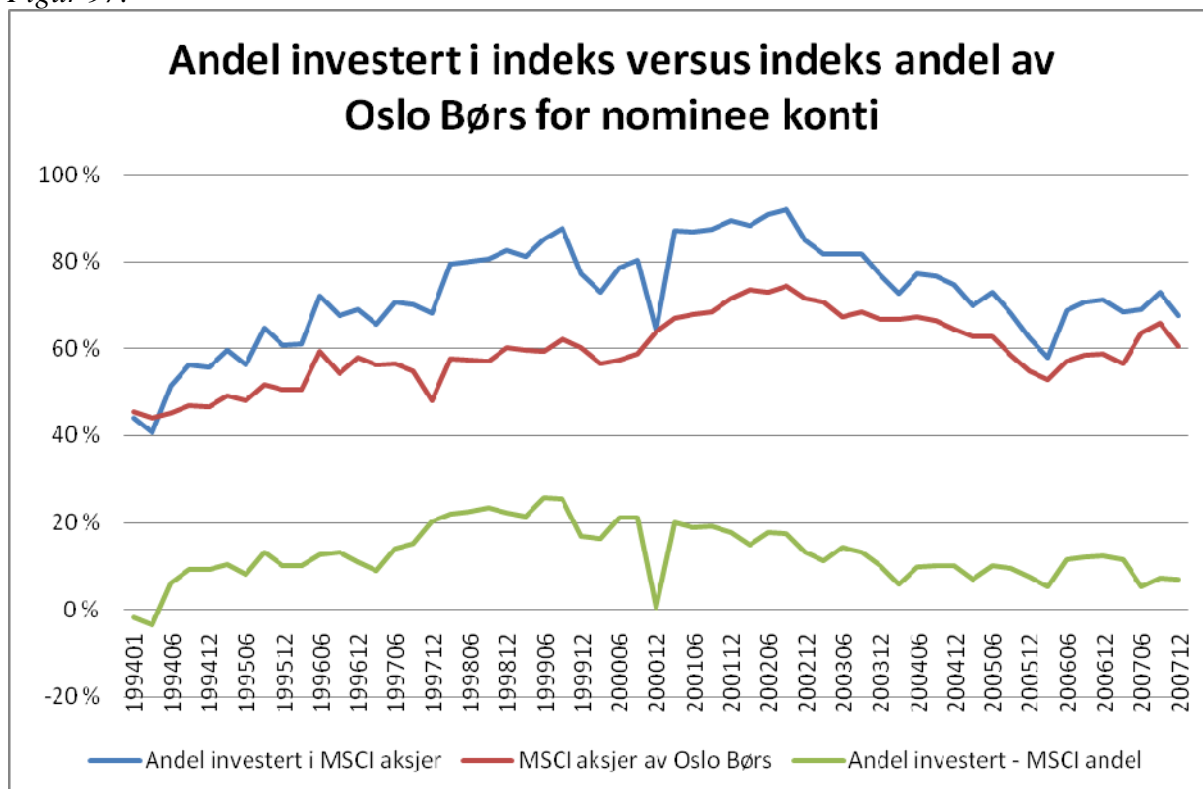
I dette avsnittet vil vi se om vi kan identifisere om utlendingene investerer tilsvarende Oslo Børs' utvalget i MSCI World Index eller har en annen allokering. Vi har hentet inn kvartalsvis informasjon (selskapsnavn og vekt) om selskaper på Oslo Børs som er del av MSCI World Index. Vi har definert et mål der vi først ser på de selskaper som er en del av denne indeksen. Vi finner så hvor stor andel av porteføljen til investor som er i selskapene i indeksen. Deretter trekker vi fra andelen av Oslo Børs selskaper med i indeks Differansen mellom disse tallene indikerer om utlendingene investerer i henhold til MSCI World indeks. Et videre steg hadde vært å se på innbyrdes investering i indeks aksjer og deres andel av MSCI World indeks. Vi har to ulike kategorier for utenlandske eiere, utlendinger og nominee konti. Først utlendinger:

Figur 96:



Her ser vi at utlendingenes andel av aksjer investert i MSCI aksjer ligger på omtrent 50 %. Denne andelen svinger litt innenfor perioden, men ikke noe systematisk. Andelen MSCI aksjer av Oslo Børs ligger litt over. Derfor kan det virke som utlendinger med kjent identitet investerer en god del i indeks aksjer, men mindre enn det indeks skulle tilsi.

Figur 97:

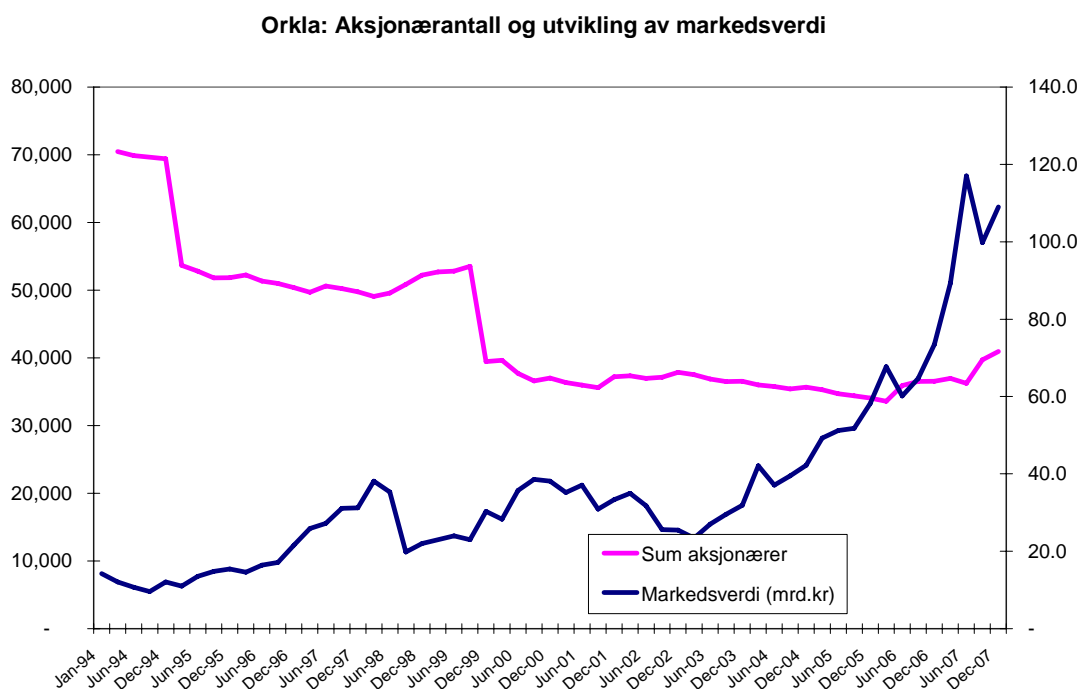


Når det gjelder de med ukjent identitet, er andelen investert i MSCI aksjer større enn andelen av Oslo Børs. Dette tilsier at disse ukjente utlendingene følger indeks og derfor er globale investorer heller enn norske aktive aksjonærer som opptre anonymt. Vi ser at overvekten var større ved tusenårsskiftet enn den er nå.

8.4 Orklas eiermessige historikk

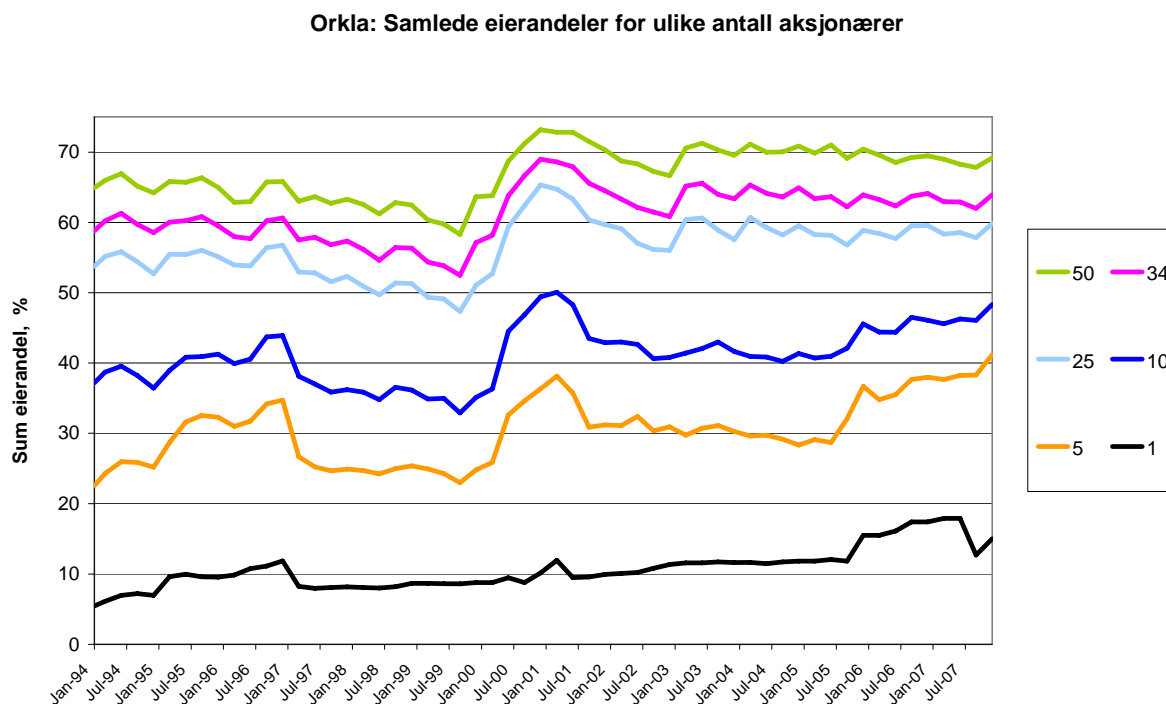
Orkla er et sentralt norsk konsern og har symbolisert strategisk industribygging gjennom svært lang tid, helt fra opprinnelsen på Løkken i 1654. Konsernet har vært en driver i konsolidering med fusjonen med Borregaard (1986) og Nora Industrier (1991) og senere en rekke store oppkjøp både i næringsmidler og media. Parallelt har man hatt en betydelig aksjeportefølje stort sett bestående av større strategiske poster som Storebrand, Elkem og REC, men også aksjer som mer direkte kunne sees i sammenheng med konsernets egne operative virksomheter. I denne utviklingen har Orkla i høy grad vært aktive i eiermarkedene, men i langt større grad som eier enn som eid. Aksjonærene har i liten grad vært representert i styret og konsernsjefen har også vært styremedlem selv. Markedet har historisk oppfattet Orkla som et svært veldrevet administrasjonsstyrt konglomerat. Figur 98 viser hvordan selskapets markedsverdi og antall aksjonærer har utviklet seg over analyseperioden.

Figur 98:



Figur 99 viser hvordan sum eierandeler for grupper av de største aksjonærene har utviklet seg over perioden, med tydelig stabilitet fram til år 2000 bortsett fra noen mindre variasjoner i 1996. I 2000 skjer det relativt store endringer ved at aksjonærene 2 – 5 øker sin andel fra 17,1 % i mars 2000 til 26,2 % ett år senere. Dette samsvarer godt med mediaomtalte oppkjøp fra større private aksjonærer. Øvrige aksjonærgrupper er ikke vesentlig endret.

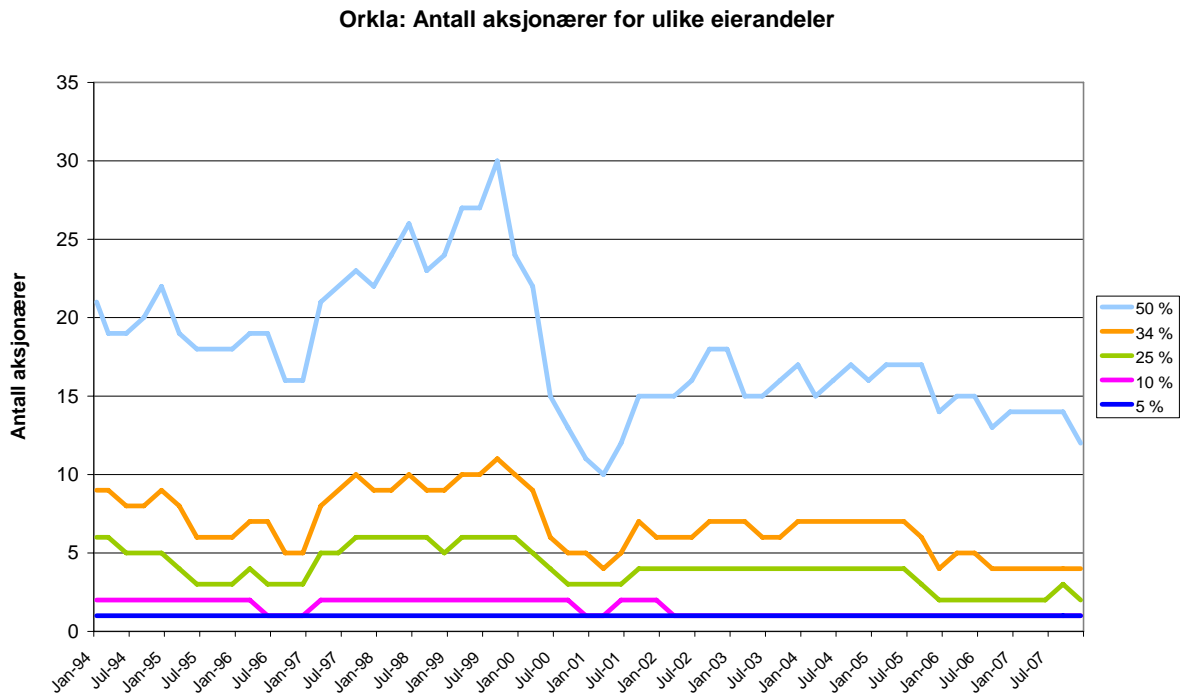
Figur 99:



Figurene 99, 100 og 101 viser to tydelige konsentrasjonsperioder, 1996/1997 og 2000/2001. I mellom-perioden var også en vesentlig reduksjon i eierkonsentrasjonen, målt ved antallet

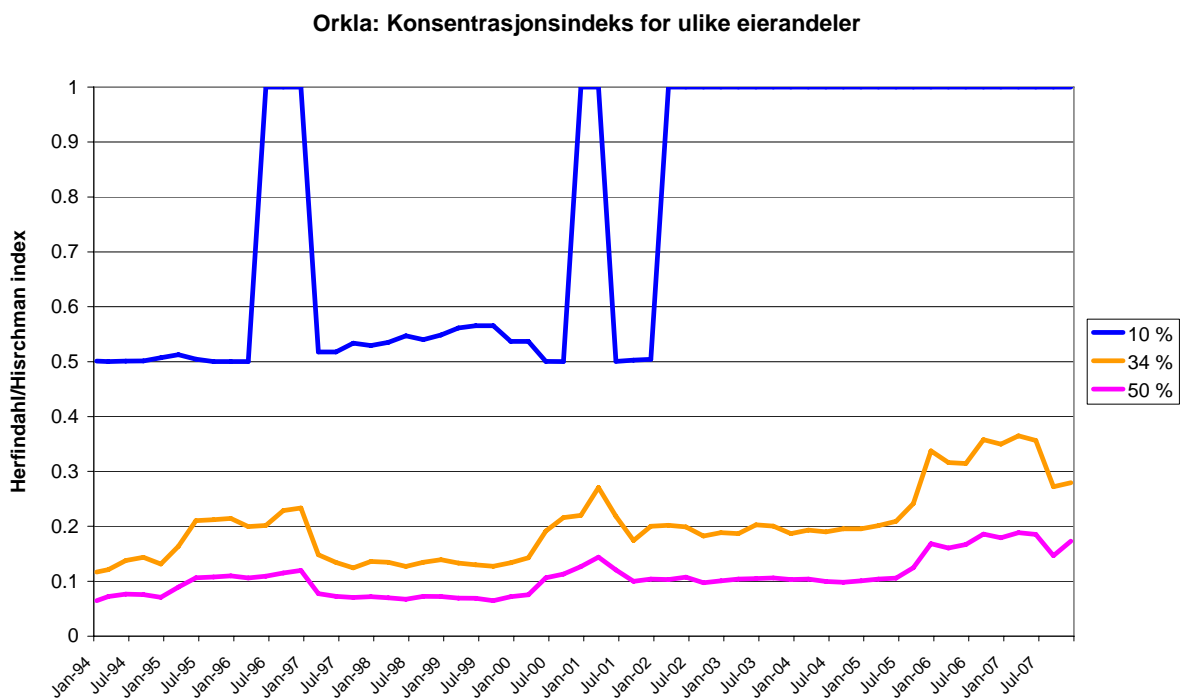
aksjonærer som krevdes for å nå 50 % eierandel for perioden fram mot år 2000 (Fig. 100). Utviklingen for lavere eiergrenser og over tid er mer stabil.

Figur 100:



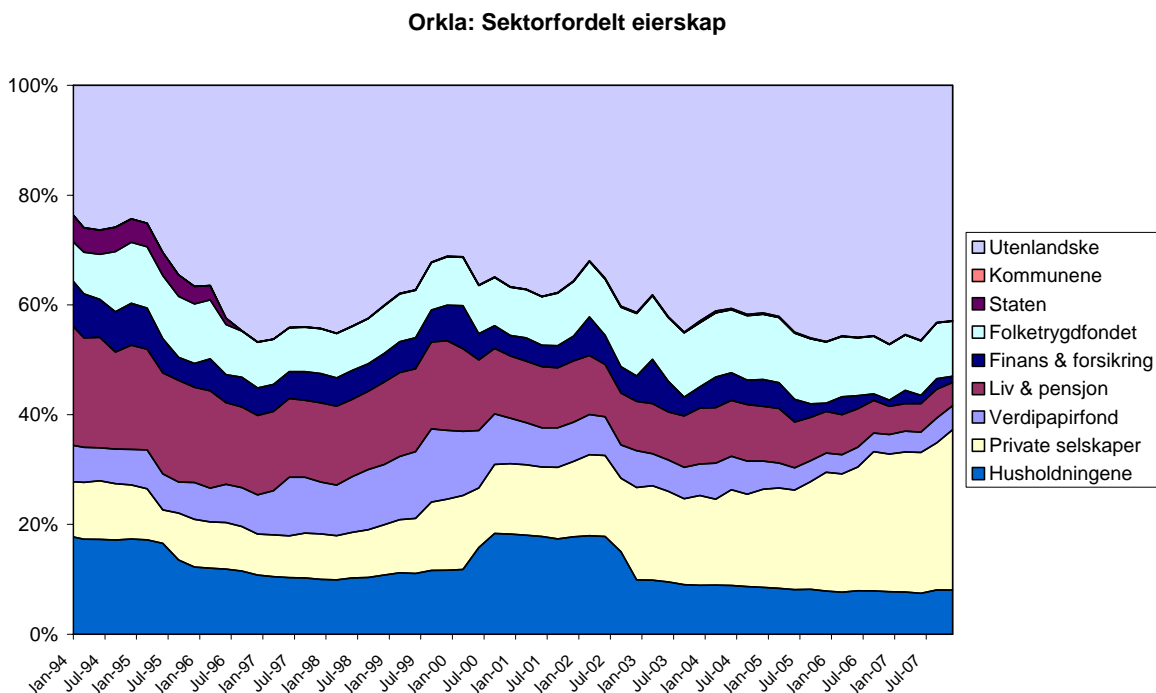
Eierkonsentrasjonen målt ved Herfindahl-indeksen innenfor hver eierandelsgrense viser at konsentrasjonen innen 10 % - grensen går dramatisk opp i de to omtalte periodene, mens konsentrasjonen for de større eierandelene er langt mindre påvirket.

Figur 101:



I tillegg til utviklingen i forholdet mellom selskapets eiere er det interessant å studere aksjonærenes sektorsammensetning. Figur 102 bekrefter for det første at det særlig er privatpersoners andel som øker i år 2000, men at det dessuten er en økning blant utlendingene. Samlet sett har Orkla over perioden fått en dominerende utenlandsandel økt fra 23,6 % til 42,9 % i perioden. For øvrig øker også private selskapers andel, mens Folketrygdfondet er en stabilt stor eier i hele perioden og andelen eid av livselskap og pensjonskasser er sterkt fallende. Privatpersoners eierandel er også jevnt fallende i de siste årene.

Figur 102:



8.5 Opticom – indeksforvaltningens effekter

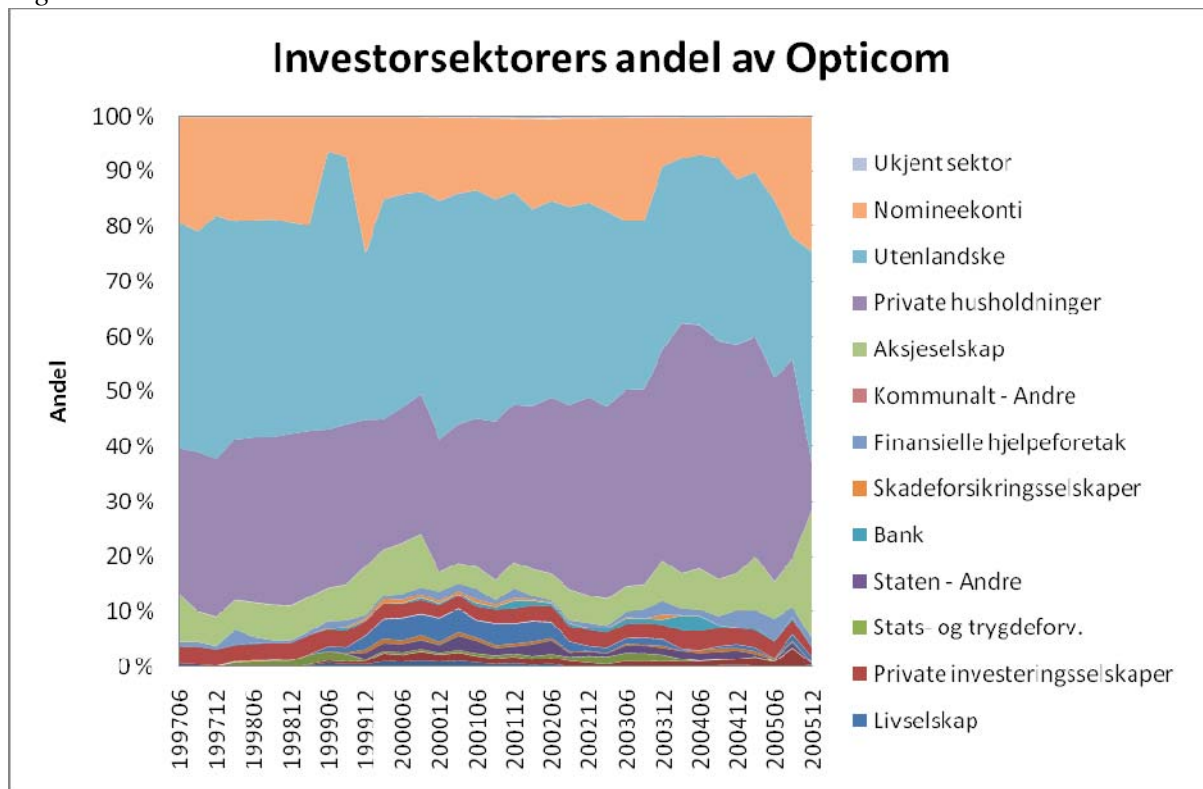
Opticom ASA har vært et spesielt selskap i forhold til andre børsnoterte selskap. Vi kan kanskje lære noe av eierskap ved å se på hva som skjedde med Opticom og selskapets skiftende eiere.

Opticom ble stiftet i 1994 som et norsk forsknings- og utviklingsselskap. Forskningen var innenfor polymerteknikk. Målet var å utvikle datalagrings- og minneenheter fra polymere materialer.

Selskapet ble notert på Oslo Børs i 1997. I forbindelse med blant annet en avtale med Intel fikk selskapet en voldsom kursøkning. 1. januar 2000 ble selskapet overført til hovedlisten på Oslo Børs. Det gjorde at mange forvaltere med mandat som følger benchmark, i realiteten måtte kjøpe seg inn. I januar 2000 steg aksjen med 410 kr (ca. 22 %) på en enkelt dag. Selskapet ble 2. februar 2000 verdsatt til 27 milliarder. Det utgjorde nesten 4 % av markedsverdien til hele Oslo Børs, til tross for at Opticom da enda ikke hadde hatt noen inntekter. Da IT - boblen sprakk rundt mars 2000 ble Opticoms verdi halvert i løpet av én måned. Med unntak av enkelte (ekstreme) kursopp ganger, oftest basert på rykter om gjennombrudd i teknologien, vedvarte fallet i årene som fulgte. Aksjen har i hele perioden

vært en favoritt blant daytradere, noe som i mange tilfeller resulterte i store kursutslag uten selskapsrelaterte nyheter. I løpet av 2000 ble Opticom også del av Morgan Stanley World Index. Selskapet ble tatt ut av denne indeksen i 2002. Samarbeidet med Intel ble imidlertid avsluttet i februar 2005 på grunn av tekniske og kontraktmessige årsaker. Selskapet blir strøket fra Oslo Børs i mars 2006.

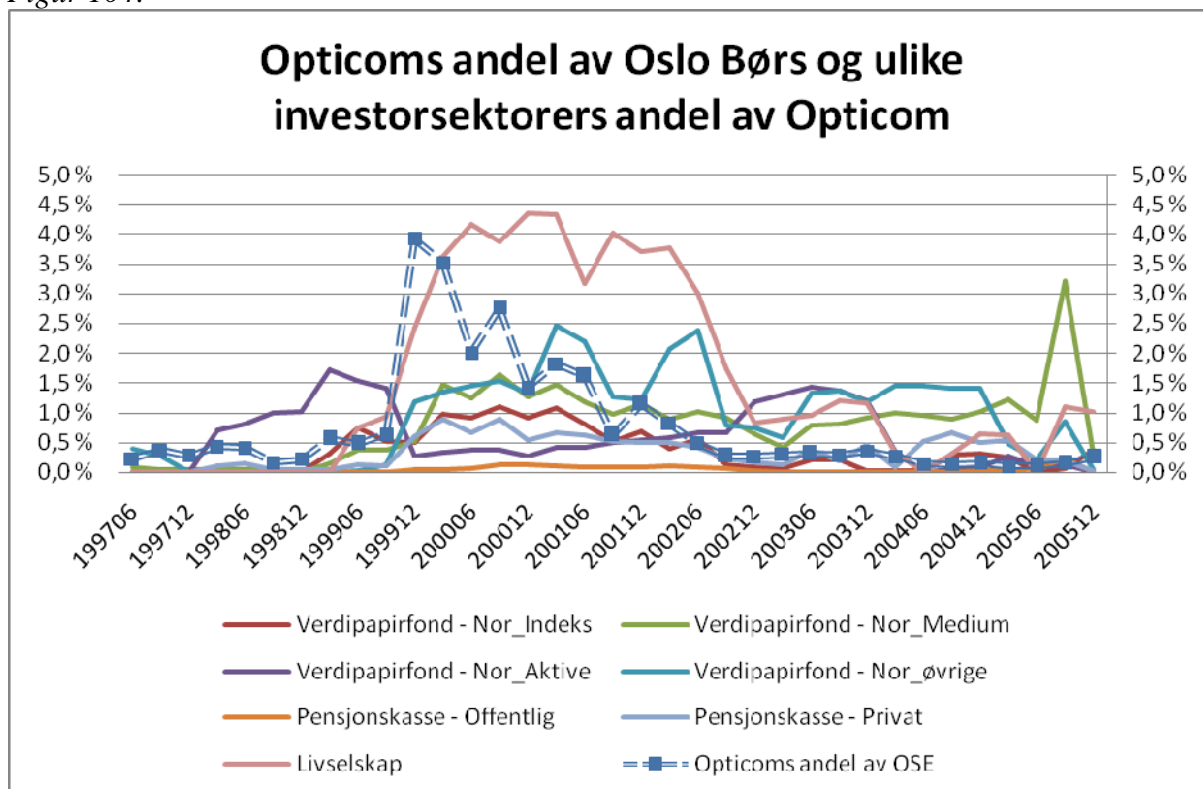
Figur 103:



Figur 103 viser de ulike investorsektorenes andel av Opticom (eksklusive verdipapirfond, livselskap og pensjonskasser). Vi ser at de største eierne av Opticom var utenlandske eiere, nominee konti og private husholdninger. Private husholdninger sin andel er uforholdsmessig stor i Opticom i forhold til hva husholdningene eier i andre selskaper. Private husholdninger øker sin andel på nedturen til Opticom. Dette er i overensstemmelse med forskning som viser at private investorer ikke gjør det spesielt godt i aksjemarkedet.²¹ Det kan også virke som utenlandske investorer øker andel når Opticom blir del av MSCI World i 2000. Utvikling for fond, pensjonskasser og livselskap finnes i Figur 105 nedenfor.

²¹ Odean (1999). Do investors trade too much? *American Economic Review*, 89:1279–1298.

Figur 104:



Figur 104 viser Opticoms andel av Oslo Børs og ulike investorsektorer andel av Opticom. Ved å se på Opticoms andel av Oslo Børs ser vi at den stiger markert ved slutten av 1999. Deretter går den nedover, før den stabiliserer seg på et lavt nivå. På det høyeste utgjorde Opticom 3,9 % av Oslo Børs. I denne figuren viser vi også en del investorsektorer andel av Opticom. Det er interessant å se at investorsektoren Verdipapirfond – Nor_Aktive er inne med en stor andel før markedsværdien til Opticom stiger voldsomt. Deretter synker eierprosenten ved at de selger seg ned på høyere kurser. Dette er et eksempel på forvaltning som skaper meravkastning for investorene i fondene. For de andre fondene virker det som de kommer inn etter hvert. Dette kan dels ha sin årsak i at Opticom ved starten av 2000 blir en del av Hovedindeksen og inngår i benchmarken til fondene. De fleste forvaltningsselskaper har fond i flere av disse kategoriene og det er uventet å se så store variasjoner mellom fond som i noen tilfeller kan være forvaltet av de samme forvalterne. Utviklingen viser også at livselskap kjøper seg opp på topp for deretter å selge seg ut på bunn, jfr. diskusjonen i pkt. 8.1.

9.0 Oppsummering og videre analysetema

Vi har i dette prosjektet studert eierskapet ved Oslo Børs i perioden 1994 til 2007 både sett fra selskapene og aksjonærenes perspektiver, dog uten å sette det i relasjon til avkastning, risiko og verdi for aksjonærene. Motivasjonen for analysen har å avdekke utviklingstrekk i eierskapet over denne perioden som bidrag til diskusjonen omkring aktivt eierskap og såkalt "shareholder activism" i markedet.

Oppsummert så har selskapene på Oslo Børs opplevd relativt store endringer på sin eierside i perioden, men primært gjennom at aksjonærene skifter identitet og type (sektor), enn at deres relative eierstruktur skifter vesentlig. Økningen av andelen eid av utenlandske aksjonærer og i særlig grad de som investerer via forvalterkonti gjør at distansen til aksjonærene kan oppleves større, selv om det også er mange eksempler på svært aktive utenlandske eiere. Konsentrasjonen blant de største aksjonærene i selskapene øker noe, særlig de siste årene, og spesielt for de mellomstore og større selskapene.

Investorene på sin side preges av to sentrale trender, de investerer typisk i færre selskaper og viktige investorsektorer har vridd store deler av sine porteføljer mot andre verdipapirmarkeder enn Oslo Børs. Denne vridningen gjelder særlig livsforsikringsselskap og verdipapirfond som samlet sett har solgt sine andeler til utlendingene.

Disse analysene kan utvides i flere retninger, vårt viktigste forbehold er at vi ikke har analysert om det er noen sammenheng mellom eierkarakteristika og selskapenes verdiutvikling. Grunnhypotesen vil være at i effektive kapitalmarkeder vil det ikke finnes noen slik sammenheng, men samtidig er det en hypotese som kan være interessant å teste forskningsmessig. Oslo Børs er slik sett et interessant laboratorium siden datatilgangen er godt og man har stor spredning av selskapene mht. størrelse og andre kjennetegn. Det kan også være aktuelt å studere eierstrukturen med ytterligere detaljering på underutvalg som aksjesektorer m.v., men det har det ikke vært kapasitet til i dette prosjektet. I et utvidet corporate governance prosjekt ville det også vært interessant å inkludere andre indikatorer på eierengasjement og kvalitet i styringen av selskapene og koble dette til eierskap og potensielt også til verdiutvikling.

Vedlegg:

Vedlegg 1: Kravspesifikasjon for dataleveransen fra VPS.

(Utdrag)

Del 1: Sektorstatistikk for børsnoterte aksjer og grunnfond

- Periode: 1990-2007, til og med siste kvartal før levering.
- Frekvens: Kvartalsvis (dvs. ca. 70 datoer).
- Aksjer og grunnfond i hver sin kolonne, samt total verdi.
 - (Kan vurdere å legge til en kolonne per bransje.)
 - (Bransje er i begrenset grad tilgjengelig historisk.)
- Sektorene skal være de samme som i "Eierfordeling Oslo Børs" på vps.no med følgende utvidelser:
 - Verdipapirfond (sektor 380) og Livsforsikring/private pensjonskasser (410)
 - SNF kategoriserer selskapene i sektoren basert på liste fra VPS.
 - Private foretak (sektor 710) skal splittes i to kategorier:
 - SNF lister opp org.nr. som er "private investeringsselskaper".
 - Resten av sektor 710.
 - Utenlandske sektorer i alt deles opp i følgende undersektorer. (Det understrekes at det er stor usikkerhet i klassifiseringen av utlendinger).
 - Privatpersoner
 - Nominee-konti
 - Andre (det vil i hovedsak si foretak).
 - Øvrige spesialsektorer for enkeltinvestorer – krever fullmakt fra investor
 - Staten ved Næringsdepartementet – har gitt positiv respons.
 - Folketrygdfondet – er oppdragsgiver.
- Statistikkvariabler per sektor og totalt
 - Markedsverdi
 - Antall investorer

Klassifisering av selskaper i sektorene verdipapirfond og liv/pensjon:

- 1) VPS lager en liste over selskaper som inngår i kategoriene verdipapirfond og livsforsikring/pensjon.
- 2) SNF legger på en kategori på hver av disse.
- 3) VPS bruker disse underkategoriene i sektorstatistikken.
- 4) Evt. investorer som ikke er kategorisert legges i "Andre fond"/"Andre liv/pensjon".

Klassifisering av selskaper i sektoren "private investeringsselskaper":

- 1) SNF sender en liste til VPS med selskaper og tilhørende org.nr.
- 2) VPS bruker denne listen og danner underkategorien i sektorstatistikken.

Del 2: Oversikt over eierfordeling i børsnoterte norske aksjer

Det skal lages en oversikt over de største eierne per papir for å vise utviklingen i eierskapet over tid. I tillegg skal vi vise aggregert beholdning per sektor for øvrige investorer.

- Børsnoterte aksjeselskaper (ikke grunnfond).
- På ISIN-nivå (i motsetning til pr selskap/orgnr)

- Periode og frekvens som for del 1.
- Norske selskaper, dvs. alle som er hovedregistrert på Oslo Børs.
 - Fjerner alle som kun er delregistrert i Norge (hovedregistrert annensteds)
 - Jf. listen på VPS.no,
http://www.vps.no/pub/wps/doc/alle/statistikk/vpliste_isin.htm
- Investorene skal merkes med sektorbetegnelse med samme inndeling som for del 1.
- Investor skal gis en anonymisert ID slik at det er mulig å følge enkeltinvestorer fra kvartal til kvartal og fra papir til papir.
- Utvalg
 - Største 50 investorer/aksjonærer.
 - Pluss alle investorer innen sektorene fond og liv/pensjon, som definert i del 1.
 - Øvrige investorer aggregeres på sektorbetegnelse.
 - Totalsum
- Statistikkvariabler
 - Beholdning per investor/sector
 - Totalt antall investorer per papir
 - Total beholdning per papir

Vedlegg 2: Inndelinger av aksjonærsektorer

Sektorinndelinger:			Aktiv(A)/ passiv(P) investor
Hovedsektorer	Sektor- kode	beskrivelse	
Verdipapirfond - Nor_Indeks	1	Verdipapirfond - Nor_Indeks	P
Verdipapirfond - Nor_Medium	2	Verdipapirfond - Nor_Medium	P
Verdipapirfond - Nor_Aktive	3	Verdipapirfond - Nor_Aktive	A
Verdipapirfond - Nor_Øvrige	4	Verdipapirfond - Nor_Øvrige	P
	5	Verdipapirfond - Norsk/int	P
	6	Verdipapirfond - Nordisk	P
	7	Verdipapirfond - Europe	P
	9	Verdipapirfond - Global	P
	10	Verdipapirfond - Helse	P
	11	Verdipapirfond - Tekno	P
	12	Verdipapirfond - Finans	P
	13	Verdipapirfond - And_bransj	P
	14	Verdipapirfond - Komb_N	P
	15	Verdipapirfond - Komb_int	P
	16	Verdipapirfond - Livssyklus	P
	17	Verdipapirfond - Oblig_N	P
	19	Verdipapirfond - Pengem	P
	20	Verdipapirfond - Andre	P
Pensjonskasse – Offentlig	21	Liv/Pensjon - PK_komm	P
	22	Liv/Pensjon - PK_aoff	P
Pensjonskasse – Privat	23	Liv/Pensjon - PK_privat	A
	24	Liv/Pensjon - PK_and	A
	25	Liv/Pensjon - Pensjonsfond	A
Livselskap	26	Liv/Pensjon - Liv_trad	A
	27	Liv/Pensjon - Liv_fond	A
Private investeringsselskaper	28	Private investeringsselskaper	A
	29	Private investeringsselskaper	A
	30	Private investeringsselskaper	A
	31	Private investeringsselskaper	A
Stats- og trygdeforv.	110	Stats- og trygdeforv.	A
Folketrygdfondet	111	Folketrygdfondet	A
Nærings- og Handelsdep.	112	Nærings- og Handelsdep.	A
Olje- og Energidept.	113	Olje- og Energidept.	A
Staten – Andre	190	Statlige låneinstitutter	P
Bank	210	Forretningsbanker	A
	250	Sparebanker	A
	310	Kredittforetak	A
	370	Finansieringsselskaper	A
	390	Andre finansielle foretak	A
Livselskap	410	Livsforsikring/Private pensjonskasser	A
Skadeforsikringsselskaper	470	Skadeforsikringsselskaper	P
Finansielle hjelpeforetak	490	Finansielle hjelpeforetak	A
Kommunalt – Andre	510	Fylkeskommuner	P
	550	Kommuner	P
Staten – Andre	610	Statens forretningsdrift	P
	630	Statlig eide foretak	P
	635	Statsforetak	P
Kommunalt – Andre	660	Kommunal forretningsdrift	P
	680	Selvstendige kommuneforetak	P
Aksjeselskap	710	Aksjeselskaper mv.	P
	740	Private produsentorienterte inst.	P

SNF-rapport nr. 14/08

	760	Personlige foretak mv.	P
	770	Private konsumentorienterte inst.	P
Private husholdninger	790	Personlig næringsdrivende	A
	810	Private husholdninger	A
Utenlandske	900	Utenlandske	P
	990	Utenlandske fysiske personer	P
Nomineekonti	991	Nomineekonti	P
Ukjent sector	999	Ukjent sector	P

Vedlegg 3: Utvelgelse av private investeringselskaper

Privatpersoner investerer i stor grad gjennom egne aksjeselskaper, særlig etter de siste årenes skatteendringer. Det er derfor ønskelig å definere en underkategori innenfor sektoren private foretak. Vi har benyttet ulike datakilder og brukt følgende kriteria:

Grunnutvalget er basert på regnskapsdata (1992-2005) for enkeltelskaper (ikke konserner) levert av Dun&Bradstreet. Vi velger her alle selskaper som innfrir følgende krav (alle):

- Selskaper som er eid av enten privatpersoner, kombinasjon av personer/selskap/offentlige eller har ukjent eier.
- Alle bransjer bortsett fra offentlig sektor
- Selskaper med begrenset ansvar (AS)
- Selskaper som ikke har registrert morselskap, dvs. de er ikke datterselskaper
- Selskaper der ingen av størrelsene "salgsinntekt", "kundefordringer", "varer" og "leverandørgjeld" hver for seg utgjør mer enn 5 % av samlet balanseverdi.
- Selskaper der sum poster som inneholder verdipapirinvesteringer er større enn 0 % av sum eiendeler – og ikke "missing".

Eierdefinisjon:

Basert på data om aksjonærer for året 2005 velger vi selskaper som kun har fysiske personer som aksjonærer, ikke andre selskaper. Dette markeres som 1/0 dummy.

Bransjedefinisjon:

Basert på bransjekoder definerer vi selskaper i bransjene 652300 "Finansiell tjenesteyting ellers".

Vi ender opp med 4 separate kategorier private investeringselskaper. Aksjeandelene til disse kategoriene – sum alle år – utgjør:

Means and Frequencies of aksjedel

eierdef	bransjedef		Total
	0	1	
0	.50939703 48264	.65237865 8754	.53134906 57018
1	.49366678 70096	.70670192 6972	.51293912 77068
Total	.50008115 118360	.67646245 15726	.52076766 134086

Alle disse selskapene har minimalt med ordinær drift (jfr.Grunnutvalget) og har registrert en positiv andel av sin balanse i verdipapirer. Eierdefinisjonen skiller mellom de selskapene vi med sikkerhet i 2005 kunne definere som kun eid av privatpersoner – og de samme selskapene i tidligere – og alle andre selskaper der vi i liten grad kjenner eierforholdene utover grovdelingen i D&B-dataene.

Bransjedefinisjon viser de selskapene i grunnutvalget som bransjemessig er knyttet til verdipapirer. I analysen vil derfor ulike grupper være interessante, også avhengig av periode. De 6972 selskapene med 1 på både eier- og bransjekategorien er åpenbart det reneste utvalget, alle andre blir noe mindre presise.

Vedlegg 4: Bransjesektorer Oslo Børs 1994-2007.

Energi:	Scorpion Offshore	Skipskredittforeningen
Aker ASA	SeaDrill	Sparebanken Flora-Bremanger
Aker Drilling	Seateam Technology	Sparebanken Midt-Norge
Aker Kværner	Sevan Marine ASA	Sparebanken Møre
Altinex	Siem Industries	Sparebanken Nord-Norge
APL ASA	Siem Offshore Inc	Sparebanken Øst
Arcade Drilling	Sinvest	Sparebanken Pluss
Artumas group Inc	Skaugen Petrotrans	Sparebanken Rana
Awilco Offshore ASA	Smedvig (A-aksjer)	Sparebanken Rogaland
Benor Tankers	Smedvig (B-aksjer)	Sparebanken Vest
Bjørge ASA	Smedvig Tankships Ltd.	Sparebanken Vestfold
Bona Shipholding	Solstad Offshore	Steen & Strøm
Bonheur	Statoil	Storebrand
Brøvig Supply	Stolt Comex Seaway A-aksjer	Storebrand (Preferanseaksjer)
CanArgo Energy Corporation	Stolt Offshore	Totens Sparebank
Consafe Offshore AB	Subsea 7 Inc	UNI Storebrand (Frie)
CorrOcean	Sydvaranger	UNI Storebrand (Preferanseaksjer frie)
Crystal Production	TGS Nopec Geophysical Company	Vestenfjeldske Bykreditt
Deep Sea Supply ASA	Transocean	Vital Forsikring (A-aksje)
DeepOcean	Transocean Offshore Inc.	Vital Forsikring (Frie A-aksjer)
District Offshore	Trefoil	Voss Veksel- og Landmandsbank
DNO	Ugland Nordic Tankers	
DOF	Wilrig	
DSND Subsea		Forbruksvarer:
Dual Invest (A-aksjer)	Finans:	Adelsten (A-aksjer)
Dual Invest (B-aksjer)	ABG Sundal Collier	Adelsten (B-aksje)
Easterm Drilling	Acta Holding	Adresseavisen
Eidesvik Offshore	Aktiv Kapital	Alvern Norway
Exploration Resources ASA	Aurskog Sparebank	Andvord Tybring-Gjedde
Farstad Shipping	Avantor	A-Pressen
First Olsen Tankers	Avantor (old)	Choice Hotels Scandinavia
Fred. Olsen Energy	Bergensbanken	Conseptor ASA
Frontier Drilling	Bluewater Insurance ASA	Ekornes
Frontline	Bøhler Gruppen	Elkjøp Norge
Ganger Rolf	Bolig- og Næringsbanken	Elkjøp Norge (Nye)
Geo ASA	Chr. Bank og Kred._tom._301294	Evercom Network
Global Geo Services	Christiania Bank og Kreditkasse	Expert
Golar LNG Ltd.	Den Norske Bank (Frie aksjer)	Findexa Ltd.
Grenland Group	DnB NOR ASA	Grand Hotel
Havila Shipping ASA	Eiendomsselskapet Aker Brygge	Grand Hotel (Frie)
Havila Supply	Finansbanken	Gresvig
Havtor	Fokus Bank	Gyldendal Norsk Forlag
Hitec	Gjensidige Nor	Håg
Hydralift	Gjensidige NOR Sparebank	Hjellegerde
Hydralift (B-aksjer)	Helgeland Sparebank	Home Invest
I.M. Skaugen	Hol Sparebank	Kansas Workwear
I.M. Skaugen (old)	Høland Sparebank	Kongsberg Automotive
Kværner	IBY Eiendom	Kongsberg TechMatic
Kværner (B-aksjer)	Indre Sogn Sparebank	Kristiansand Dyrepark
Kværner (Frie)	Industrifinans Boligeiendom	Media & Research Group ASA
Marine Drilling Companies	Industrifinans Forvaltning	Media Holding
Mercur Tankers	Industrifinans Næringseiendom	NCL Holding
Mosvold Shipping Ltd.	International Maritime Exchange ASA	Norcool Holding
Navis	Investra	Norsk kjøkkeninvest
Norse Energy Corp. ASA	KredittBanken	Norsk Lotteridrift
Norsk Hydro	Linstow	P4 Radio Hele Norge
Northern Offshore Ltd.	Melhus Sparebank	Peppes Pizza
Nortrans Offshore Ltd.	Mikkelservice	Porsgrunds Porselensfabrik
Ocean Rig	Nes Prestegjelds Sparebank	Rica Hotels
Odfjell Invest Ltd	Nora Eiendom	Royal Caribbean Cruises
PA Resources AB	Nordlandsbanken	Schibsted
Petrojack ASA	Norgani Hotels ASA	SensoNor
Petroleum Geo-Services	Norges Hypotekinstitutt	Stavanger Aftenblad
Petrolia Drilling	Norgeskreditt	Troms Fylkes Dampskibsselskap ASA
Procon Offshore	Norsk Vekst	VIA Travel Group ASA
ProSafe	Norsk Vekst Forvaltning	Voice
Questerre Energy Corporation	Norway Energy & Marine Insurance ASA	Wenaas
RC Gruppen	Nydalens Compagnie (B-aksjer)	Winder
Revus Energy	Olav Thon Eiendomsselskap	
Rieber Shipping	Oslo Areal ASA	Forsyningsselskaper:
Rieber Shipping ASA	Oslo Reinsurance Company	Arendals Fossekompagni
Rocksourc ASA	Privatbanken	Hafslund (A-aksjer)
Ross Offshore	Protector Forsikring	Hafslund (B-aksjer)
Roxar	Ringerikes Sparebank	Hafslund Nycomed (Frie)
Sævik Supply	Rygge-Vaaler Sparebank	
Saga Petroleum	Sandnes Sparebank	Helsevern:
Saga Petroleum (B-aksjer)	Sandsvær Sparebank	Amersham plc.
Saga Petroleum (Frie)	Skandia Group Depot-bevis	Axis Biochemicals
Scana Industrier	Skiens Aktiemølle	Axis-Shield plc.
		Biotec Pharmacon ASA

ContextVision	SAS	Norman
DiaGenic ASA	SAS Norge (B-aksjer)	Norman ASA
Medi-Cult	SE Labels	Office Line
Medi-Stim	SE Labels (old)	Officeshop Holding
Natural	Selmer	Opera Software
NorDiag	Simrad Optronics	Opticom
Nutri Pharma	Solvang	Otrum
Nycomed (A-aksjer)	Star Reefers Inc.	PC LAN
Nycomed (B-aksjer)	Stavdal	Powel ASA
PhotoCure	Stepstone	Provida
Profdoc	Stolt Nielsen	Proxima
Pronova	Stolt Partner S.A.	PSI Group
	Stolt-Nielsen SA (B-aksjer)	Q-Free
Industri:	Strømme	Santech Micro Group
Actinor Shipping	Swan Reefer	Scandinavian Online ab
AF Gruppen	Team Shipping	Scribona AB
AF Gruppen (B-aksjer)	Technor	Simrad (A-aksjer)
Aker (Frie)	Teco Coating Services	Simrad (B-aksjer)
Aker American Shipping	Thrane-Gruppen	Software Innovation
Aker Maritime	Tomra Systems	SPCS-Gruppen
Aker RGI (A-aksjer)	Tordenskjold Shipping	SuperOffice
Aker RGI (B-aksjer)	Tsakos Energy Navigation Ltd.	Sysdeco
Aker Yards	TTS Marine	Tandberg
Arcade_Shipping	Ugland International	Tandberg Data
Atlantic Container Line	Ugland Nordic Shipping	Tandberg Storage
Autronica	Ulstein Holding	Tandberg Television
Awilco	Unitor	Tecmar Technologies International Inc.
Awilco (B-aksjer)	Veidekke	Telecast
Belships	Waterfront Shipping	TeleComputing
Bergen Nordhordland Rutelag	Western Bulk Shipping	Unit 4 Agresso N.V.
Bergesen dy. (A-aksjer)	Wilh. Wilhelmsen (A-aksjer)	Visma
Bergesen dy. (B-aksjer)	Wilh. Wilhelmsen (B-aksjer)	Vizrt Ltd.
Blom	Wilson ASA	VMETRO
Borgestad (A-aksjer)		Zenitel
Borgestad (B-aksjer)	Informasjonsteknologi:	
Braathens	Active 24 ASA	Konsumentvarer:
Burmeister & Wain (B-aksjer)	Agresso Group	Aker Seafoods ASA
Camillo Eitzen & Co	Allianse ASA	Cermaq ASA
Color Group	Apptix	Domstein
Den norske Amerikalinje	Avenir	Fjord Seafood
Eeg-Henriksen Gruppen	Birdstep Technology	Lerøy Seafood Group
Eidsiva Rederi	Computer Advances Group	Norway Seafoods
Enwa Holding	Consorte Group	Pan Fish
Fosen Trafikklag	CRI-Gruppen	Pan Pelagic
Golden Ocean Group Limited	Customax	Reitan Narvesen
Goodtech	Data Respons	Rieber & Søn
Green Reefers ASA	DynaPel Systems Inc	Rieber & Søn (B-aksjer)
Hardanger Sunnhordlandske DS	EDB Business Partner	Synnøve Finden
Helikopter Service	Eltek	
Hexagon Composites	Ementor	Materialer:
Ivar Holding	Enitel	Bjølvfossen
Jinhui Shipping and Transport	Exense	Byggma
Kaldnes	Fara	Crew Gold Corporation
Klippen Invenst	Fast Search & Transfer	Dyno Industrier
Kongsberg Gruppen	Funcom	Elkem
Kverneland	Future Information Research Management	Elkem (Frie)
Larvik Scandi Line	Hands	Fesil
Leif Høegh & Co.	Ibas Holding ASA	Guinor Gold Corporation
Linde-Group ASA	Ignis ASA	Hunfos Fabrikker
LIVA Bil	iGroup	International Gold Exploration
Loki	InFocus Corporation	Iplast
Luxo	InfoStream	Kenor
Namsos Trafikkselskap	Inmeta	Mindex
Noral	Intellinet	Moelven Industrier
Nordic American Tanker Shipping	Itera Consulting Group	Norske Skogindustrier (A-aksjer)
Nordic Water Supply	Kitron	Norske Skogindustrier (B-aksjer)
Nordstrøm & Thulin	Kitron (old)	Polimoon ASA
Norex Offshore	Kitron (old)	Rena Karton
Norwegian Air Shuttle ASA	Komplett	Yara International ASA
Oceanor Holding	Mamut	
Odfjell (A-aksjer)	MediaBin	Telekommunikasjon og tjenester:
Odfjell (B-aksjer)	Mefjorden	Alcatel STK
Odin ASA	Micro Software Group	Axxessit
OHI ASA	Minard	Catch Communications
Orkla	MultiSoft	NetCom
Orkla (B-aksjer)	Navia	Sense Communications International
Orkla (Frie)	Nera	Stento
Raufoss	NextGenTel Holding	Stentofon
RGI	Nordic Semiconductor ASA	Telenor