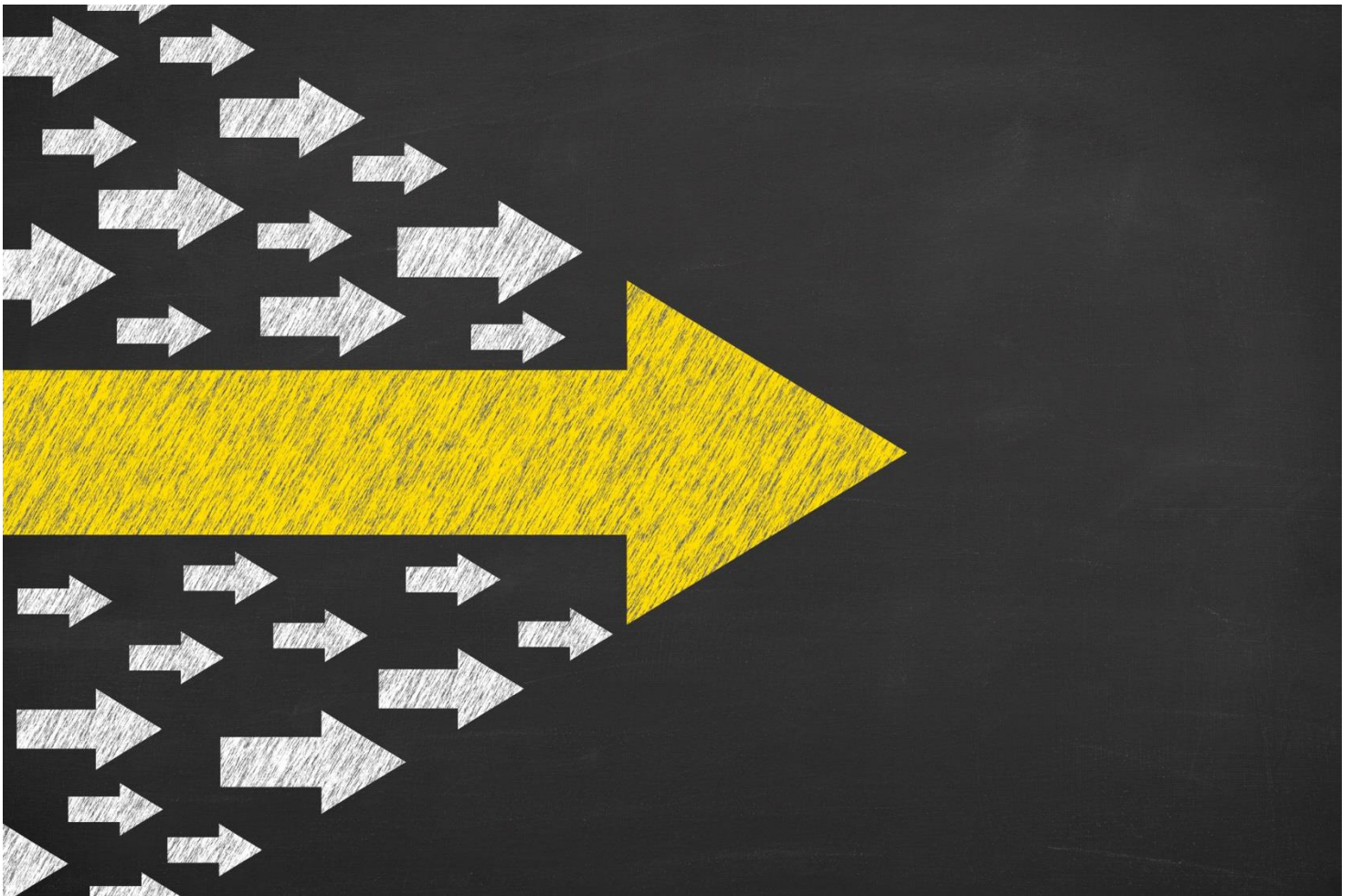


RAPPORT

EIERSKAP OG EMISJONER I NORSKE FORETAK



MENON-PUBLIKASJON NR. 71/2017

Av Gjermund Grimsby, Lars Stemland Eide, Ragnhild Sjoner Syrstad og Leo A. Grünfeld



Forord

På oppdrag for Kapitaltilgangsutvalget har Menon Economics gjennomført en analyse av tilgang på egenkapital og eierfordelinger i norsk næringsliv. Analysen har benyttet registerdata for norske foretak, som vi har fulgt over femårsperioden 2011 til 2015. På denne måten viser vi dynamikken i egenkapitaltilgangen i norsk næringsliv, og hvordan dette påvirker eierstrukturene.

Prosjektet har vært ledet av Gjermund Grimsby, med Lars Stemland Eide og Ragnhild Sjoner Syrstad som prosjektmedarbeidere. Leo A. Grünfeld har vært kvalitetssikrer.

Menon Economics er et forskningsbasert analyse- og rådgivningsselskap i skjæringspunktet mellom foretaksøkonomi, samfunnsøkonomi og næringspolitikk. Vi tilbyr analyse- og rådgivningstjenester til bedrifter, organisasjoner, kommuner, fylker og departementer. Vårt hovedfokus ligger på empiriske analyser av økonomisk politikk, og våre medarbeidere har økonomisk kompetanse på et høyt vitenskapelig nivå. Vi ble kåret til årets konsulentselskap i 2015.

Vi takker Kapitaltilgangsutvalget for et interessant oppdrag, og for gode innspill og tilbakemeldinger underveis i prosessen. Forfatterne står ansvarlig for alt innhold i rapporten.

Oktober 2017

Gjermund Grimsby
Prosjektleder
Menon Economics

Innhold

SAMMENDRAG	3
1 OM OPPDRAGET	6
2 AKSJEEMISJONER I NORSK NÆRINGSLIV	7
2.1 Kapitalstrukturen i norsk næringsliv	8
2.2 Volum og antall emisjoner utenfor børs over tid (2012-2015)	9
2.2.1 Emisjoner på børs og OTC	12
2.3 Hvilke typer bedrifter gjennomgår emisjoner	14
2.3.1 Emisjoner fordelt på næring	14
2.3.2 Emisjoner fordelt på størrelse	15
2.3.3 Emisjoner fordelt på geografi	21
2.3.4 Kjennetegn ved emisjonene	22
3 NORSK NÆRINGSLIV FORDELT PÅ EIERTYPER	25
3.1 Utvikling i eierskap fordelt på eiertyper over tid	26
3.2 Eierskap på tvers av næringer fordelt på eiertyper	27
4 EMISJONER FORDELT PÅ INVESTORTYPER	29
4.1 Emisjoner fra ulike eierkategorier	30
4.2 Kapital fra ulike eierkategorier i ulike næringer	31
4.3 Tilgang til nye investorer	32
4.4 Kapital fra private equity fond og corporate venture	35
5 ANALYSE AV SAMVARIASJON MELLOM EMISJONER OG GJELD	38
6 EIERSKAPSANALYSER AV NORSK NÆRINGSLIV	40
6.1 Eierstruktur i norsk næringsliv	40
6.1.1 Sammenheng mellom eierskapskonsentrasjon og bedrifters størrelse	41
6.1.2 Eierskapskonsentrasjon i ulike næringer fordelt på bedriftsstørrelse	43
6.2 Eierskifter i norsk næringsliv	45
6.3 Norske aksjer som andel av ulike aksjonærkategoriers aksjeporteføljer	48
REFERANSELISTE	50
VEDLEGG 1: METODE FOR BEREGNING AV KAPITALSTRUKTUREN I NORSK NÆRINGSLIV	51
VEDLEGG 2: DATAGRUNNLAG OG METODE FOR KARTLEGGING AV EIERSKAPET I NORSK NÆRINGSLIV	53
VEDLEGG 3: TABELLER OG FIGURER	54
VEDLEGG 4: NÆRINGSINNDELING	56

Sammendrag

Kapitaltilgangsutvalget skal undersøke i hvilken grad kapitalmarkedene legger til rette for verdiskaping gjennom finansiering av omstilling og innovasjon i næringslivet. Menon har bistått utvalget i form av en kartlegging av norsk næringslivs tilgang på kapital gjennom egenkapital-emisjoner, hvilke eiere denne kapitalen kommer fra og hvordan denne kapitalen samvarierer med gjeldsfinansiering. Videre har vi sett på eierfordelinger og eierkonsentrasjon i norsk næringsliv. Sentrale dimensjoner i kartleggingen har vært utvikling over tid (2012-2015), bedriftsstørrelse (antall ansatte og balanse) og geografi.

For første gang har det blitt gjennomført en full kartlegging av emisjoner i norsk næringsliv. Dataene som ligger til grunn for analysen er regnskaps- og eierskapsinformasjon fra Enhetsregisteret i Brønnøysund, og metoden baserer seg på identifisering av endringer i selskapenes innskutte egenkapital (aksjekapital pluss overkursfond) over tid. I og med at analysene er gjennomført på individnivå har det vært mulig å koble på eierskapsdata for de samme foretakene. Det har gjort det mulig å studere emisjonene i sammenheng med endringer i selskapenes eierskap. Sett bort fra eget kapittel som omhandler børsemisjoner, har vi fokusert på emisjoner utenfor børs i denne rapporten.

Studien kan oppsummeres i følgende kulepunkter:

- **Emisjonsmarkedet utenfor børs er vel så stort som emisjonsmarkedet på børs for norske selskaper:**
- **Det er kartlagt egenkapitalemisjoner for totalt 100 milliarder kroner i norsk næringsliv utenfor børs (eksklusive finanssektoren):** Emisjonene ble gjennomført over fireårsperioden 2012 til 2015, og estimatet basert på analyse av endringer i foretakenes innskutte egenkapital.
- **Personlige norske eiere er den eiertypen som bidro med mest emisjonskapital:** Personlige eiere sto bak 49 prosent av emisjonsmarkedet utenfor børs. Personlige norske eiere er særlig dominerende i emisjonsmarkedet innen eiendom og tjenesteytende næringer som bygg og anlegg, Transport, varehandel og turisme, og faglig og forretningsmessig tjenesteyting. Tar man i tillegg høyde for at også en god del av minoritetspostene er norske private investorer, så står norske personlige eiere trolig bak godt over halvparten av emisjonsvolumet i norsk næringsliv i perioden.
- **Det offentlige er den nest største eiergruppen i det norske emisjonsmarkedet:** Offentlige eiere sto bak i overkant av 20 prosent emisjonskapitalen. En god del av dette knytter seg til store enkeltemisjoner i eksempelvis Statnett og Statkraft.
- **Utenlandske eiere har en mindre andel av emisjonsmarkedet utenfor børs, med kun 10 prosent:** Her er det imidlertid viktig å påpeke at emisjoner i datterselskap av utenlandske konsern ikke er med i emisjonsstatistikken, hvilket gjør at utenlandske eiere er underrepresentert i denne statistikken i forhold til deres reelle andel av emisjonsmarkedet. Vi ser også at utenlandske emisjonsandeler øker når vi inkluderer emisjoner på børs.
- **Venturekapital fond og corporate venture capital utgjør totalt 5 prosent av det samlede emisjonsvolumet i hvert av årene 2012 til 2015:** At andelen målt i volum er relativt liten er som forventet ettersom dette er emisjoner i mindre vekstselskap.
- **De fleste emisjoner er små:** Totalt ble det gjennomført 2 337 emisjoner over 100 000 kroner i 2015. De fleste emisjoner er små og gjennomføres av småbedrifter. Tre av fire emisjoner var i mikrobedrifter med 10 eller færre ansatte, mens 70 prosent av emisjonene var under 2,5 millioner kroner (70 prosent). Samtidig utgjør disse emisjonene kun en liten andel av det totale emisjonsvolumet. De 40 største emisjonene utgjorde i 2015 nesten 60 prosent av det totale emisjonsvolumet utenfor børs.

- **Emisjoner mer vanlig blant store bedrifter:** Andelen av bedrifter som gjennomfører emisjoner er også jevnt voksende med bedriftsstørrelsen. Blant bedriftene med over 250 ansatte var det over 3,5 prosent som gjennomførte en emisjon i 2015, mens det tilsvarende for mikrobedrifter var rett under 1 prosent.
- **Analysene har ikke avdekket noen åpenbare «hull» i emisjonsmarkedet:** I Kapitalutvalgets dialogmøter med ulike markedsaktører har det blitt trukket fram at bedrifter med et kapitalbehov i størrelsesorden 3 til 15 millioner kan ha en utfordring i markedet for ekstern egenkapitalfinansiering. Dette er typisk emisjoner som vil være for store til å involvere kun venner, familie og andre bekjente, samtidig som det argumenteres for at de er for små til å involvere profesjonelle tilretteleggere og de faste kostnadene det medfører. Dette mønsteret gir seg imidlertid ikke til kjenne i vårt datamateriale der vi finner at den relative frekvensen av emisjoner er jevnt fordelt uavhengig av størrelse.
- **Andelen emisjoner er relativt stabil på tvers av landets fylker:** Aksjeemisjoner er likevel aller vanligst i Møre og Romsdal, hvor 4,3 prosent av bedriftene har hatt emisjoner i løpet av perioden 2012 til 2015. Det vil være naturlig å se dette opp mot spesielt den maritime næringen som dominerer næringslivet i regionen. Analysene indikerer at det er næringsstruktur som er den viktigste faktoren for hyppigheten av emisjoner, snarere enn at det er vanskeligere å gjennomføre emisjoner i distriktene.
- **Unge bedrifter med driftsunderskudd har betydelig høyere emisjonsfrekvens:** Basert på en enkel regresjonsanalyse finner vi at såkalte J-kurvebedrifter¹ har 20 ganger så stor sannsynlighet for å gjennomføre en aksjekapitalutvidelse sammenlignet med øvrige foretak. Vi ser også at sannsynligheten for en emisjon blant J-kurvebedrifter innen Petroleum og Industri og produksjon er statistisk signifikant høyere enn for Faglig og forretningsmessig tjenesteyting og IKT. Hvorvidt resultatet er en indikasjon på imperfeksjoner i markedet for risikokapital innen visse bransjer, eller om det følger naturlig av at sannsynligheten for at en J-kurvebedrift lykkes innen Petroleum og Industri og produksjon, er ikke åpenbart.
- **For mange foretak er ekstern egenkapital og gjeld komplementære finansieringskilder:** Gitt at et foretak har gjeldsfinansiering fra før, vil gjennomføringen av en emisjon i et av de to siste årene doble sannsynligheten for at foretaket også øker sin rentebærende gjeld. Ved å kontrollere for bedriftens størrelse i modellen så halveres størrelsen på samvariasjonen mellom emisjoner og økning i rentebærende gjeld, sammenhengen er imidlertid fortsatt statistisk signifikant.
- **I tilfeller hvor foretaket har negativt driftsresultat er egenkapital og gjeld substitutter:** I visse tilfeller gjennomfører bedrifter egenkapitalemisjoner fordi de har utfordringer med likviditeten. Negative driftsresultat i et år øker både sannsynligheten for å øke rentebærende gjeld og for å gjennomføre en emisjon året etter. Gitt at foretaket øker sin rentebærende gjeld året etter et negativt driftsresultat reduseres imidlertid sannsynligheten for at foretaket gjennomfører en emisjon. Tilsvarende, dersom foretaket både hadde negativt driftsresultat og gjennomførte en emisjon året før, så reduserer dette sannsynligheten tilsvarende for at selskapet øker sin rentebærende gjeld.
- **Bedrifter hvor dominerende eier er en norsk person har lavere tilbøyelighet til å gjennomføre emisjoner:** Forskjellene er robuste selv når en kontrollerer for bedriftsstørrelse og næring. Hvorvidt forskjellene skyldes vilje eller om det skyldes evne til å hente inn kapital gjennom emisjoner er usikkert. I snitt forventer vi at utenlandske og offentlige eiere er mer kapitalsterke enn norske personlige eiere. Det kan derfor være at det vil være lettere for disse eierne å hente inn mer kapital gjennom interne emisjoner blant eksisterende eiere, enn det som er tilfellet for norsk personlige eiere.

¹ Navnet J-kurve indikerer at dette er selskap som forventer å snu en negativ trend om positivt driftsresultat, og dermed forme en lønnsomhetskurve over tid som ser ut som bokstaven J. Vår operasjonelle definisjon på J-kurvebedrifter er selskaper yngre enn 10 år som har hatt negativt driftsresultat og positive lønnskostnader de to foregående årene.

- **Emisjoner som får med seg nye investorer er vanligst dersom selveide organisasjoner er største eier:** Vi kontrollerer her for ulike bedriftsstørrelser og næringsinndeling. Bedrifter der største eier er en norsk personlig eier gjennomfører færrest emisjoner med nye investorer totalt sett. Forskjellene er derimot mindre her enn for emisjoner generelt.
- **Nærmere 4 prosent av bedriftene skifter eier hvert år:** Basert på et utvalg av 55 750 bedrifter identifiserer vi totalt 7 542 eierskifter i perioden 2012 til 2015. Vi definerer et eierskifte som at selskapet skifter største eier, gitt at både ny eier og eksisterende eier har blokkerende makt, altså en eierandel i selskapet på minimum 34 prosent.
- **Det har vært en generell økning i andelen eierskifter i 2014 og 2015:** Mønsteret er særlig tydelig innen eiendom, IKT og petroleum.
- **De fleste nye eiere er norske personlige eiere:** Norske personlige eiere sto bak 85 prosent av eierskiftene. I 10 prosent av tilfellene var det utenlandske eiere som var ny dominerende eier, mens selveide organisasjoner sto bak 4 prosent. Offentlige aktører er lite aktive i markedet for eierskifter og sto kun bak 2 prosent av eierskiftene.
- **I likhet som for emisjoner øker andelen eierskifter med bedriftens størrelse:** Mens det i snitt var om lag 3 prosent av bedriftene med 1-10 ansatte som skiftet eier, var det 10 prosent av bedriftene med flere enn 250 ansatte som skiftet eier.
- **Eierskapet i halvparten av norske bedrifter er konsentrert om én eier:** For bedrifter hvor største eier er personlig, har 90 prosent av bedriftene en største eier som innehar en post på 33 prosent eller mer. I nærmere 70 prosent av selskapene hvor største eier er utenlandsk er den største eierposten på 100 prosent.
- **Eierskapet i norsk næringsliv er mer fragmentert jo større bedriften er:** I bransjer med større andel immaterielle eiendeler er denne sammenhengen tydeligere, hvilket er et tegn på at disse selskapene er mer avhengig av ekstern egenkapital for å vokse. Sammenhengen er gjeldende på tvers av bransjer, men ikke for bedrifter hvor største eier er offentlig, utenlandsk eller selveid.

Metodiske utfordringer med kartlegging av emisjoner basert på foretaksregistre

Metoden som er anvendt for å identifisere emisjoner er å betrakte som nybrottsarbeid. Det er mange grunner til at foretak kan endre balansen. En av hovedutfordringene med registerbasert kartlegging av egenkapital-emisjoner er å skille ut reelle tilføringer av ny kapital til selskapssektoren fra endringer i selskapsstrukturer, som kun innebærer å flytte verdier mellom ulike balanseposter innad i et konsern. Utfordringen er særlig aktuell for de større selskapene, hvor man eksempelvis kan risikere å fange opp støy i balansetallene knyttet til valutakursendringer eller overflytting av aktivitet fra et selskap til et annet innad i samme konsern. For å vite at emisjonene vi fanger opp er reelle, opererer vi derfor med strenge kriterier for når vi identifiserer aksjeemisjoner ut fra regnskapsdata. Enkelte emisjoner, selv av betydelig størrelse, vil derfor forventes å falle utenfor vår analyse. Blant annet har vi måttet holde emisjoner i datterselskap av utenlandske konsern utenfor statistikken fordi vi her ikke har mulighet til å kontrollere for konserninterne disposisjoner. Vår vurdering er likevel at datagrunnlaget fungerer godt til analyseformål hvor fokuset ligger på grove næringsinndelinger og utviklingstrekk over tid. Selv om det totale volumet på egenkapitalemisjoner virker rimelig sett opp mot volum av emisjoner på Oslo børs, er statistikken for antallet emisjoner mer robust enn kartleggingen av volumet.

1 Om oppdraget

I forbindelse med fremleggelsen av Industrimeldingen (Meld. St. 27 (2016–2017)) ble det nedsatt et offentlig utvalg om næringslivets tilgang til kapital. Et sentralt spørsmål for utvalget er om koblingen mellom kapitalsøkere og kapitaleiere som ønsker å investere sin kapital kan bli bedre. Tilgang på kapital er avgjørende for at norske bedrifter skal kunne gjennomføre investeringer og utvikle seg, og er dermed avgjørende for at Norge skal kunne ha et konkurransedyktig næringsliv. Norge er i en tid preget av omstilling og behov for innovasjon, og dagens raske teknologiske utvikling gjør at en stadig større andel av verdens produksjon er kapitalintensiv heller enn arbeidsintensiv. Som et resultat av dette er kapitalbehovet blant norske bedrifter kanskje større en noen gang.

Hypotesen i mandatet til Kapitaltilgangsutvalget synes å være at finansmarkedene som norsk næringsliv har tilgang til generelt fungerer godt², men at det trolig er noen marginale virksomheter som kan oppleve kapitalbegrensninger til tross for at investeringsprosjektene har en positiv forventet nåverdi. Det er flere teoretiske modeller som forklarer slike imperfeksjoner i kapitalmarkedet. De vanligste forklaringsfaktorene er høye transaksjonskostnader kombinert med ufullstendig informasjon eller asymmetrisk informasjon mellom entreprenør og investor. Kapitaleiere vil forsøke å kompensere for den ufullstendige eller skjeve informasjonen ved å bruke ressurser på å skille de forventet lønnsomme prosjektene fra de ikke-lønnsomme, og deretter ved å «overvåke» bedriftene og utarbeide kontrakter som strømlinjeformer interessene til partene. Ressursinnsatsen knyttet til å overkomme informasjonsproblemer kan imidlertid bli så stor at denne transaksjonskostnaden i seg selv bidrar til å gjøre investeringen ulønnsom. Ulike kapitalformer har ulike fordeler og ulemper, og for kapitalsøkere handler det derfor til enhver tid om å identifisere den kapitalformen som er mest lønnsom for deres virksomhet.

Oppdraget for denne analysen er todelt. Først gjennomføres det en empirisk analyse av tilgang på ny aksjekapital (emisjoner) basert på registerdata. I denne analysen ser vi både nærmere på hvilke eiertyper som er involvert i emisjonene, og i hvilken grad tilgangen på ny egenkapital samvarierer med tilførsel av lånekapital. Målsetningen er at denne analysen kan legge grunnlaget for å kunne komme nærmere i å vurdere koblingen mellom kapitalsøkere og kapitaleiere, og hvor det eventuelt er markedssegmenter som kan oppleve kapitalbegrensninger i finansieringen av lønnsomme prosjekter.

Den andre delen av analysen er en empirisk analyse av eierfordelinger og eierkonsentrasjon i norsk næringsliv. I tillegg til at aksjonærstrukturen kan gi oss indikasjoner på bedriftens tilgang til ny egenkapital over tid, kan aksjonærstrukturen også i seg selv ha betydning for tilgangen til ny egenkapital. Et sentralt skille her er mellom statlig og privat eierskap, men det er også andre aksjonærkarakteristika som er av betydning. Eksempelvis kan det være mindre attraktivt å investere penger i en bedrift som allerede har et fragmentert eierskap, og hvor den opprinnelige entreprenøren har utvannede insentiver til å utvikle sin virksomhet videre.

² Nyere offentlige utredninger som omtaler kapitaltilgangen i norsk næringsliv er Skatteutvalget (NOU 2014: 13) og Produktivitetskomisjonens andre rapport (NOU 2016: 3).

2 Aksjeemisjoner i norsk næringsliv

Det finnes flere mulige grunner til at et selskap vil ønske å gjennomføre aksjeemisjoner. Aksjeemisjoner er ofte brukt som et likviditetsverktøy, hvor bedrifter øker egenkapitalen for å gjennomføre investeringer. Andre ganger benyttes aksjeemisjoner som et motivasjonsverktøy for ansatte og ledelsen i bedrifter, hvor man får mulighet til å kjøpe eiendeler i bedriften uten at noen eiere bestemmer seg aktivt for å selge.

Ifølge konvensjonell finansiell litteratur skal både selskapets verdi og suksess være uavhengig av finansieringsform, gitt et sett med forutsetninger (Miller og Modigliani, 1958). Disse forutsetningene er derimot sjelden oppfylt, blant annet ved at vi ikke lever i en verden uten skatter, og bedrifter må dermed gjøre en avveining på hvilken finansieringsform som er ønskelig. Myers og Majluf (1984) lanserte en teoretisk forklaring på hvorfor noen kapitalformer er foretrukne fremfor andre. Den såkalte hakkeordensteorien (pecking order theory) predikerer at finansieringskostnaden øker med graden av asymmetrisk informasjon samt risikoprofilen til finansieringen som tilbys. Av denne grunn vil foretaket ha en prioritert rekkefølge av finansieringskilder: Først tilbakeholdt overskudd, deretter lånefinansiering og til sist ekstern egenkapital. Rasjonale bak en slik teori er at eksterne investorer bærer større risiko enn kreditorer og at ekstern egenkapital derfor vil være dyrere å hente inn fra kapitalmarkedet enn lånekapital. I denne analysen fokuserer vi på de tilfellene hvor næringslivet tyr til den «minst populære finansieringsformen», i form av ekstern egenkapital.

Kraus and Litzenberger (1973) presenterer også en alternativ teori som sier noe om bedriftenes avveining mellom egenkapital og gjeld, nemlig «trade-off theory». Norske bedrifter får skattefradrag på gjeldskostnader, men ikke på overskudd. Dette skattefradraget (tax shield) gjør at gjeldsfinansiering i teorien er billigere enn egenkapitalfinansiering, noe som isolert sett taler for en høyere andel gjeldsfinansiering. Samtidig fører en høy gjeldsgrad til økt risiko, hovedsakelig i form av konkurrisiko, noe som øker avkastningskravet på både gjeld og egenkapital. Ifølge «trade-off theory» vil en bedrift kunne vekte fordelene og ulempene ved gjelds- og egenkapitalfinansiering opp mot hverandre og estimere den optimale gjeldsgraden.

Alle bedrifter vil imidlertid heller ikke ha tilgang til kredittfinansiering, til tross for at bedriften anser kreditt som sin foretrukne finansieringsform. Stiglitz og Weiss (1981) viste i en enkel modellering av kredittmarkedene at asymmetrisk informasjon mellom bedrift og långiver kan føre til rasjonering av kreditt blant bedrifter med lønnsomme investeringer. Dersom bedriften har tilgang til sikkerhet som kan fungere som pant for lånet vil imidlertid dette løse problemet (Besanko og Thakor (1987) og Bester (1985)). Bedrifter som ikke har verdipapirer tilgjengelig til å tjene som sikkerhet, vil imidlertid kunne oppleve kredittrasjonering. Disse bedriftene må da, i den grad det er mulig, finansiere sine investeringer med ekstern egenkapital til tross for at det normalt er dyrere.

Med utgangspunkt i Menons regnskapsdatabase, som består av regnskapet til alle bedrifter og konsern som er rapporteringspliktige til Brønnøysundregisteret, har vi identifisert bedrifter som har gjennomført emisjoner i perioden 2012 til 2015. Emisjoner er identifisert som bedrifter som har utvidet aksjekapitalen fra et år til det

Begrepsdefinisjoner:

Egenkapital: Et selskaps egenkapital er lik summen av selskapets eiendeler minus all gjeld og forpliktelser. Egenkapitalen kan videre deles inn i innskutt og opptjent egenkapital. *Innskutt egenkapital* er den egenkapitalen selskapets eiere på ett tidspunkt har bidratt, mens *opptjent egenkapital* er profitt som selskapet har valgt å holde tilbake i selskapet.

Aksjekapital: Aksjekapital er summen av pålydende på samtlige aksjer i et aksjeselskap. Pålydende er verdien av en aksje ved oppstart av selskapet. Ved en aksjeemisjon vil aksjekapitalen til selskapet forhøyes.

Overkursfond: Dersom aksjeverdien er høyere enn pålydende ved en aksjeemisjon, plasseres mellomlegget mellom transaksjonssummen og pålydende i overkursfondet.

neste.³ Videre i dette kapitlet skal vi se nærmere på hvordan emisjonsmarkedet i Norge har utviklet seg over de siste årene, samt hvilke bedrifter som gjennomfører emisjoner i form av næringstilhørighet og bedriftsstørrelse.

Vi forholder oss til strenge kriterier når vi identifiserer aksjeemisjoner ut fra regnskapsdata. Det er derfor forventet at enkelte emisjoner, selv av betydelig størrelse, vil falle utenfor. Datagrunnlaget fungerer likevel godt til analyseformål, hvor fokuset ligger på grove næringsinndelinger og utviklingstrekk.

2.1 Kapitalstrukturen i norsk næringsliv

Figur 1 under viser bokført egenkapital og gjeld i norsk næringsliv slik det så ut ved utgangen av 2015. Kartleggingen tar utgangspunkt i bedriftenes egne regnskaper til Brønnøysundregistrene. For å unngå dobbelttelling ved at selskap har eiendeler i andre selskaper, erstatter vi alle bedrifter som inngår i et konsern med konsernregnskapet til det øverste konsernet i eierstrukturen. For å være konsistent med analysene av egenkapitalemisjoner har vi ekskludert alle finansieringsselskap og NUFer.⁴

I bokførte verdier utgjorde balanse til norsk næringsliv over 10 000 milliarder kroner.⁵ Vi ser at gjeld som andel av bokført egenkapital og gjeld utgjør omtrent 60 prosent av dette. Gjeldsposten inkluderer både det som klassifiseres som rentebærende gjeld og annen balanseført gjeld som leverandørgjeld, pensjonsforpliktelser og utsatt skatt. Dersom vi kun ser på den rentebærende gjeldsandelen, utgjorde denne ved utgangen av 2015 om lag 40 prosent av totalbalansen. Ettersom vi i denne rapporten analyser aksjeemisjoner, kommer vi i fortsettelsen til å kun fokusere på egenkapitalen.⁶ Egenkapitalen fordeler seg mellom innskutt og opptjent egenkapital, hvorav innskutt egenkapital utgjør i overkant av halvparten av total balanseført egenkapital. Dette øyeblikksbildet er imidlertid misvisende siden mye av kapitalen som er kategorisert som innskutt i realiteten er opptjent egenkapital som på grunn av skattemessige tilpasninger har blitt tatt ut og deretter ført tilbake igjen i foretaket.⁷

³ For nærmere forklaring av hvordan vi har identifisert bedrifter som har gjennomgått emisjoner, se Boks 1 i avsnitt 2.2.

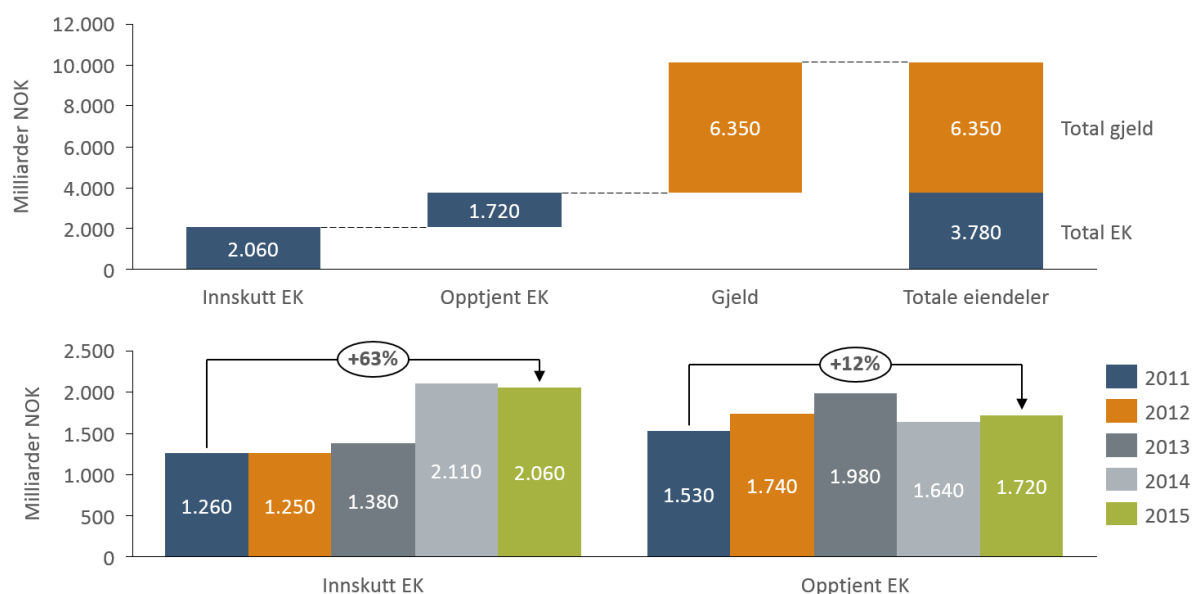
⁴ Se vedlegg 1 for en mer inngående forklaring på hvordan vi har gått frem for å avdekke kapitalen i norsk næringsliv.

⁵ Tallet er 14 prosent lavere enn det SSBs finansielle sektorbalanser viser for norsk ikke-finansiell sektor. Avviket følger hovedsakelig av at vår studie benytter bokførte verdier på egenkapitalen, mens SSB har lagt til grunn markedsverdien på noterte aksjer.

⁶ For en mer inngående analyse av gjeldsutviklingen i norske bedrifter, se Menonpublikasjon nr. 69/2017 «Hvem finansierer Norge?».

⁷ Særlig i forkant av innføringen av aksjonærmodellen i 2006 var det svært mange selskaper som tok ut all opptjent egenkapital i selskapet som utbytte (se Alstadsæter, Samfunnsøkonomen nr. 2 2015). Basert på samtaler med revisorer går det fram at kapitalen i stor grad ble tilbakeført til selskapet som innskutt egenkapital. Denne praksisen bidro til at andelen tilbakeholdt overskudd i balansen gikk betydelig ned (og at andelen innskutt egenkapital økte tilsvarende).

Figur 1: Bokførte balanseverdier i norsk næringsliv i 2015 (øverst) og utvikling i innskutt og opptjent egenkapital i perioden 2011 til 2015 (nederst)

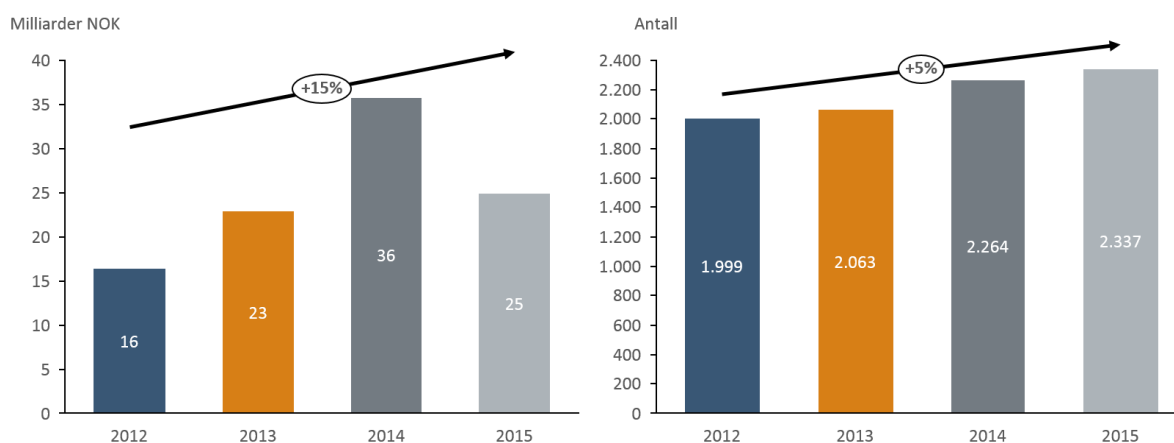


Av den nederste av de to figuren ovenfor ser vi at innskutt egenkapital har økt med hele 67 prosent gjennom perioden, mens opptjent egenkapital kun har økt med 14 prosent. Det største hoppet i innskutt egenkapital blir gjort fra 2013 til 2014, hvor innskutt egenkapital i norske bedrifter øker med over 700 milliarder kroner samtidig som opptjent egenkapital ble redusert med over 300 milliarder kroner. Denne utvikling kan knyttes til forventninger om at utbytteskatten skulle økes, hvorav mange foretak valgte å ta ut og beskatte tilbakeholdt overskudd, for deretter å føre det tilbake igjen i selskapet som ferdig beskattet kapital. Selv om våre identifiseringsrutiner med tanke på emisjoner skal ta hensyn til denne effekten, kan det tenkes at enkelte benyttet «muligheten» til å realisere gevinster i et selskap, som de så benyttet til delta i en emisjon i andre selskaper. Dette vil i så fall delvis forklare det høye emisjonsvolumet i 2014.

2.2 Volum og antall emisjoner utenfor børs over tid (2012-2015)

Figuren nedenfor viser utviklingen i norske aksjeemisjoner for norske selskap som ikke er på børs de siste fire årene, emisjoner i finanssektoren er holdt utenfor. Grunnen til at vi ikke inkluderer emisjoner i finanssektoren, for eksempel emisjoner i investeringsfond eller banker, er fordi disse emisjonene typisk vil føre til en dobbelttelling i statistikken ved at midlene i neste runde dukker opp i næringslivet som egenkapitalemisjoner eller lån. Sett bort ifra totalvolumet på aksjeemisjonene i 2014, ser vi en relativt jevn og høy vekst i emisjonsvolumet de siste 4 årene, med en vekst fra 16 milliarder i 2012 til 25 milliarder i 2015. Dette tilsvarer en gjennomsnittlig årlig vekst gjennom perioden på hele 15 prosent. Samtidig har antall aksjeemisjoner gjennom perioden økt fra omtrent 2000 emisjoner i 2012 til over 2300 emisjoner i 2015, noe som tilsvarer en gjennomsnittlig årlig vekst på 5 prosent. Dette indikerer at vi også har opplevd en økning i gjennomsnittlig emisjonsstørrelse i perioden, hvor særlig antallet store emisjoner har økt.

Figur 2: Totalt volum på aksjeemisjoner (t.v.) og antall emisjoner (t.h.) i Norge i perioden 2012-2015



2014 fremstår som et år med mye aktivitet i egenkapitalmarkedet, med hele 36 milliarder kroner innhentet gjennom aksjeemisjoner. Det høye tallet trekkes delvis opp av enkelte uteliggere, som for eksempel Statkraft, som fikk 5 milliarder kroner i ny egenkapital fra staten. Samtidig ser vi også en stor vekst i antall emisjoner fra året før.

Det kartlagte emisjonsvolumet utgjør totalt 100 milliarder kroner i løpet av fireårsperioden 2012 til 2015. Sett i forhold til den samlede bokførte egenkapitalen i næringslivet ved utgangen av 2015 utgjorde egenkapitalen som var hentet inn gjennom emisjoner i underkant av tre prosent av dette. Sammenligner vi i stedet emisjonskapitalen som er hentet med nivået på innskutt egenkapital ved inngangen til perioden, det vil si i 2011, så utgjør emisjonskapitalen som er hentet inn i disse fire årene rett i underkant av 10 prosent.

Boks 1. Metode for å identifisere aksjeemisjoner i Norge:

Aksjeemisjoner i Norge i perioden 2012 til 2015 er estimert på bakgrunn av bedriftenes rapporterte årsregnskap i Brønnøysundregistrene. Et selskap har gjennomgått en emisjon i løpet av året dersom aksjekapitalen er økt sammenlignet med året før. Totale størrelser er basert på en aggregering av enkelte selskapers emisjoner på ulike nivåer. Ettersom tallene er basert på mikrodata, er estimatene utsatt for mye støy. Vi har dermed benyttet et sett med ekskluderingskriterier for å «vaske» bort støyen fra datasettet. Nedsiden ved disse ekskluderingskriteriene er at de også fjerner noen av emisjonene som skulle vært inkludert i datasettet. De totale tallene vil derfor sannsynligvis være noe undervurdert sett opp mot de faktiske størrelsene i markedet. Her presenteres de ulike ekskluderingskriteriene:

1. **Ekskludere finansieringsselskap:** Finansselskap har ofte en annen balansestruktur enn andre selskap. Vi følger derfor kutyme fra annen finansiell litteratur og ekskluderer finansieringsselskaper fra analysen.
2. **Ekskluderer selskap som inngår i konsern:** Disse er erstattet av konsernregnskapet til den ytterste konsernspissen. Selskap som inngår i konsern er utelatt hovedsakelig av to grunner. For det første observerer vi at egenkapital omstruktureres innad i en konsernstruktur, ved at nye avdelinger opprettes, mens andre legges ned. Ettersom vi kun ser på positive aksjeemisjoner, vil dette føre til en overestimert av totale aksjeemisjoner. For det andre vil aksjekapital hentet inn på et nivå i konsernstrukturen kunne sendes ned til et selskap lavere i strukturen. Emisjonen vil dermed dobbelttelles dersom vi ser på foretaksregnskapene. For selskap som inngår i norske konsern, vil emisjonene i prinsippet fanges opp i konsernregnskapet. **Emisjoner i selskap som inngår i utenlandske konsern** vil ikke fanges opp i våre analyser. Dette gjør at totalt emisjonsvolum blir noe underestimert, sammen med kapital fra utenlandske investorer.
3. **Ekskludere selskap som har redusert opptjent egenkapital med tilsvarende beløp som de har økt innskutt egenkapital:** Skatteplanlegging kan føre til at selskap tar ut opptjent egenkapital og skyter den samme kapitalen inn igjen som innskutt egenkapital. Dette kan for eksempel skje dersom bedriften forventer økt utbytteskatt. Dette er en reklassifisering av egenkapital, og ikke ny kapital i markedet, og derfor utelatt fra våre analyser.
4. **Ekskludere nyetableringer:** Vi er opptatt av aksjeemisjoner, ikke nyetableringer, selv om dette også krever investering.
5. **Ekskludere selskap som har gjennomgått fusjoner:** En fusjon vil kunne øke aksjekapitalen i et selskap uten at ny kapital faktisk er hentet inn. Vi ekskluderer dermed alle selskap som har gjennomgått fusjoner i løpet av året, selv om fusjonen kan ha blitt finansiert gjennom en aksjeemisjon samme året.
6. **Ekskluderer små emisjoner med emisjonsverdi på under 100 000 kroner**
7. **Registreringsfeil**
 - a. Valutakursendringer som påvirker aksjekapitalen. Ekskluderer derfor alle selskap som rapporterer årsregnskapet i utenlandsk valuta.
 - b. Endring i regnskapsføring (konsernregnskap ett år, men ikke året før)

Når vi sammenligner aksjevolumet opp mot aggregerte balansetall på ulike nivåer, ser vi på et sammenlignbart uttrekk av norske selskaper. Også her har vi erstattet alle foretak som inngår i konsern med konsernregnskapet til konsernspissen, mens foretak som inngår i utenlandske konsern ekskluderes. Finansieringsselskap er selvsagt ikke inkludert.

2.2.1 Emisjoner på børs og OTC

Ovenfor har vi sett på det totale antallet og det totale volumet av aksjeemisjoner i Norge de siste årene. Når det kommer til antall kan det forventes at en stor andel er mindre bedrifter som ikke er tilgjengelig på noen offentlige eller private finansmarkeds plasser. Ser vi på volum, forventer vi derimot at mye av emisjonskapitalen handles nettopp her, enten i form av børs eller i form av over-the-counter-handel (OTC). Børsen er en offentlig markeds plass for verdipapirer, og det er naturlig å tro at selskaper som er handlet på børs har lettere tilgang til kapitalmarkedet enn selskaper som står utenfor. OTC-markedet er en mer uformell markeds plass for finansielle instrumenter, hvor kjøpere og selgere møtes mer direkte.

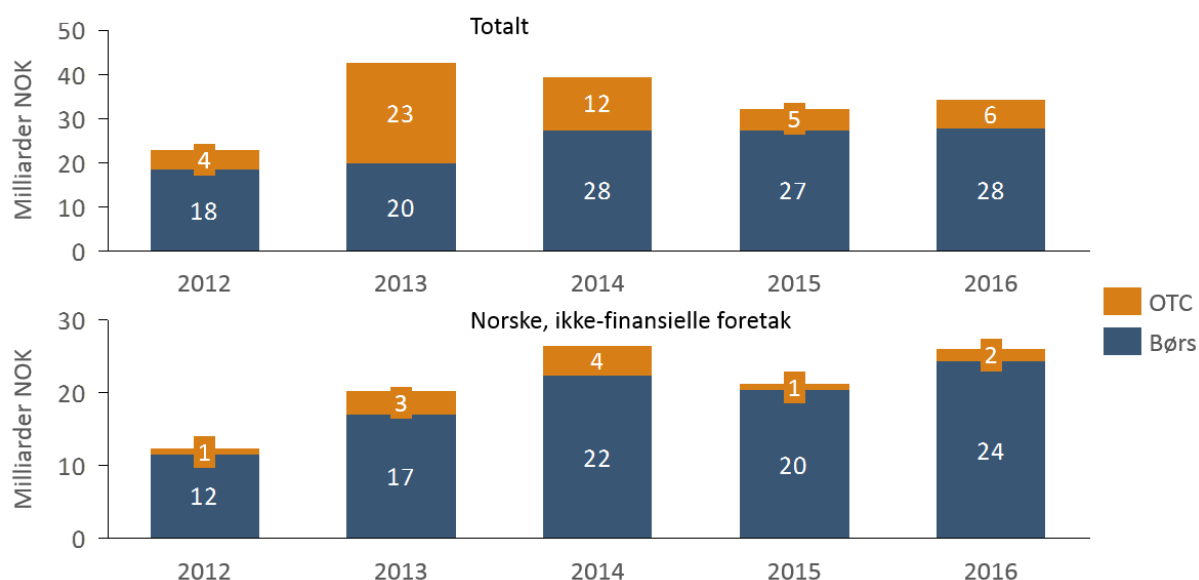
Aksjeemisjoner på børs skjer i hovedsak gjennom en IPO (Initial Public Offering) eller en SEO (Seasoned Equity Offering). En IPO gjennomføres når aksjekapitalen til et selskap gjøres tilgjengelig for allmenheten gjennom notering på børs. Dette kan både være selskaper som har vært gjennom en omstrukturering og vært borte fra børsen en periode, og selskaper som aldri har vært offentlig handlet tidligere. Både IPOer og SEOer kan være en ekspansjon av egenkapitalbasen, hvor hele salgsvolumet tilfaller selskapet i form av ny egenkapital, men de kan også i realiteten være store investorer som velger å selge seg ut av selskapet gjennom å tilby selskapet til allmenheten.

Den øverste grafen i Figur 3 viser det totale årlige emisjonsvolumet blant foretakene noterte på Oslo Børs og Oslo Axess og gjennom NOTC. I tillegg til emisjoner i norske foretak, inkluderer dette emisjonsvolumet også emisjoner i utenlandske foretak og finansielle foretak. For den norske finansbransjen er dette tallet svært relevant ettersom det måler hvor mye kapital de evner å tilrettelegge for. I en analyse som fokuserer på kapitaltilgangen til norsk næringsliv er det imidlertid mer naturlig å fokusere på norske foretak.⁸ I den nederste grafen i Figur 3 fokuserer vi kun på emisjoner i norske foretak, hvilket er mer sammenlignbart med totaltallene som ble presentert i Figur 2 ovenfor. Ved å ekskludere emisjoner i finanssektoren ser vi eksempelvis bort fra alle emisjonene som er gjennomført av banker i perioden. Eksempelvis faller da den store emisjonen i Skandiabanken i 2015 ut. I likhet med figuren ovenfor, ser vi også at emisjonsvolumet på børs hadde et lokalt toppunkt i 2014 når vi kun fokuserer på norske foretak.

Sammenligner vi tallene i absolutt størrelse, tilsvarer emisjonene blant de børsnoterte norskregistrerte foretakene rett over 40 prosent av de totale emisjonsvolumene estimert basert på norske foretaks balansetall. Her er det imidlertid viktig å merke seg at tallene ikke er direkte sammenlignbare ettersom den børsnoterte statistikken også inkluderer emisjoner i norske datterselskaper av utenlandsk mor.

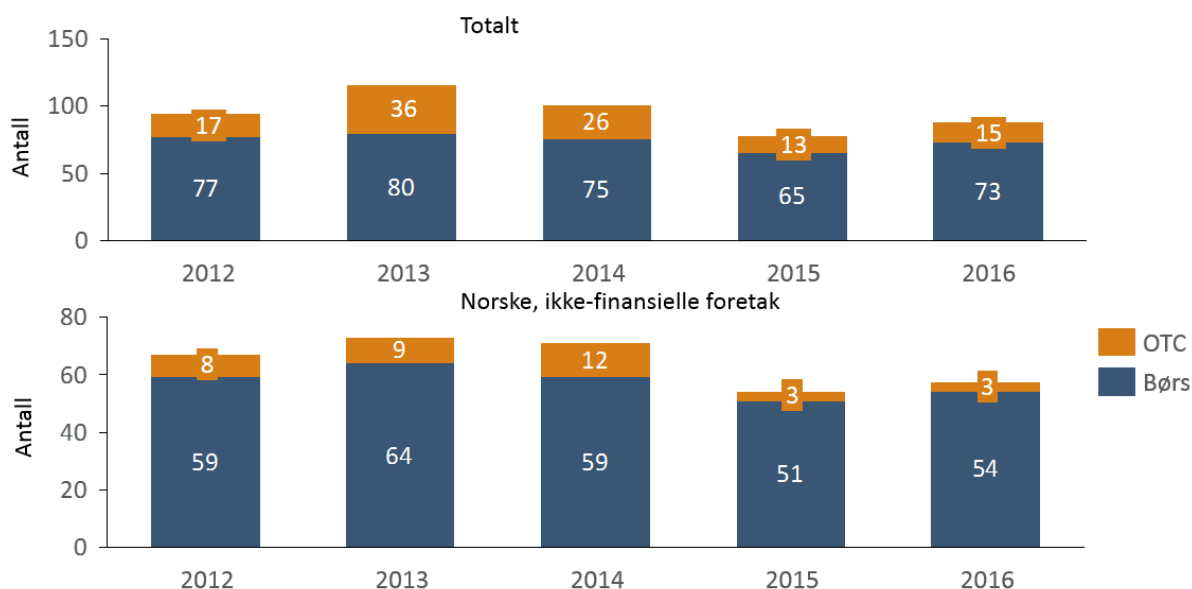
⁸ Samtidig er det viktig å påpeke at selv om foretakets nasjonalitet ikke er norsk er det mange av disse selskapene som har betydelig aktivitet knyttet til norsk næringsliv, og således for mange praktiske formål er norske. I analysen av registerdata har vi imidlertid avgrenset studien til norskregistrerte foretak som ikke er en del av utenlandsk konsern.

Figur 3: Emisjonsvolum på Oslo Børs, Oslo Axess og NOTC, 2012-2016. Kilde: Oslo Børs, Verdipapirforetakene forbund og Menon Economics



Figur 4 nedenfor rapporterer antall foretak med emisjoner på Oslo Børs, Oslo Axess og OTC, basert på samme inndelingen som i figuren ovenfor. Figuren viser at det er svært få selskaper som gjennomførte emisjoner gjennom profesjonelle finansmarkedsplasser, sammenlignet med det totale antallet i norsk næringsliv. Emisjonene på børs og OTC er imidlertid naturlig nok betydelig større. I snitt var det 97 foretak som gjennomførte en emisjon på Oslo børs, Oslo Axess eller OTC i perioden 2012 til 2016. Ser vi kun på norskregistrerte foretak eksklusive finans var det i snitt 66 egenkapitalemisjoner. Figuren illustrerer ellers at antallet børsnoterte og OTC foretak som gjennomfører emisjoner er relativt stabilt over perioden. Går vi ytterligere fem år lenger tilbake i tid vil man imidlertid se betydelig svingninger i markedet for egenkapitalemisjoner, eksempelvis var det samlede volumet av egenkapitalemisjoner i 2006 og 2007 på børs og blant OTC bedrifter på hele 80 milliarder kroner.

Figur 4: Antall foretak med emisjoner på Oslo Børs, Oslo Axess og NOTC per år, 2012-2016. Kilde: Oslo Børs, Verdipapirforetakene forbund og Menon Economics

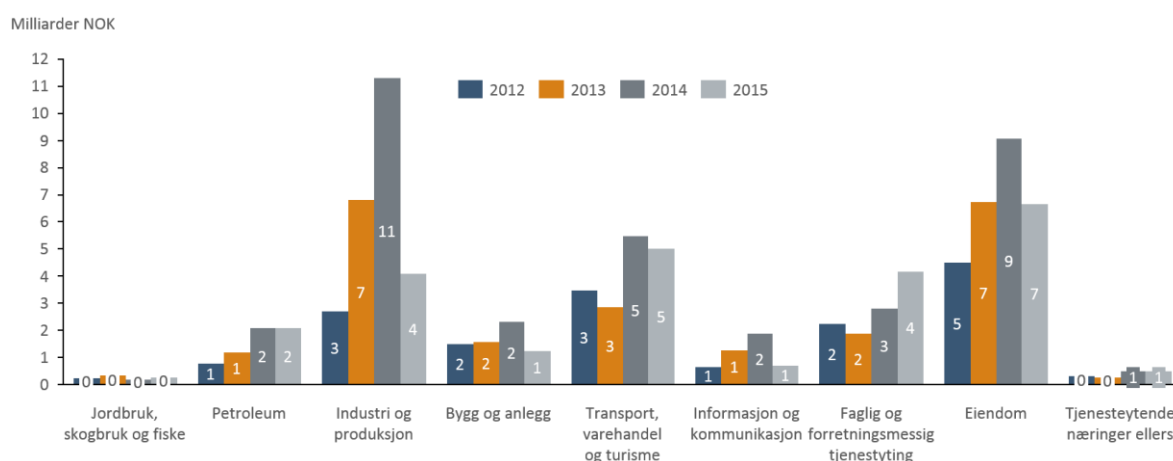


2.3 Hvilke typer bedrifter gjennomgår emisjoner

2.3.1 Emisjoner fordelt på næring

Videre har vi sett på hvordan aksjeemisjoner fordeles på ulike næringer. For primærnæringene jordbruk, skogbruk og fiske har vi sett lite aktivitet i emisjonsmarkedet, med et totalt emisjonsvolum på under 1 milliard hvert enkeltår. I petroleumsnæringen er det grunn til å tro at flere reelle emisjoner faller bort fra våre analyser på grunn av mange og sterke internasjonale bindinger (se beskrivelse av metodikk for identifisering av emisjoner i tekstsaks 1 ovenfor). Industri og produksjon er den næringen med størst emisjonsvolum de siste årene. Denne næringen inkluderer også kraftproduksjon og nettleverandører, og mye av variasjonen skyldes store emisjoner som Statkraft (2014)⁹ og Statnett (2013)¹⁰. Bygg og anlegg har hatt et stabilt emisjonsnivå gjennom perioden, med et volum på omtrent 2 milliarder kroner i hvert av årene gjennom perioden. Transport, varehandel og turisme har på sin side hatt emisjoner i intervallet mellom 3 og 5 milliarder kroner i perioden¹¹.

Figur 5: Emisjonsvolumet i ulike næringer utenfor børs i perioden. Kilde: Menon, 2017



Informasjon og kommunikasjon hadde en sterk vekst i emisjoner på børs frem til 2014, med en liten dupp i 2015. Legger vi til store emisjoner på børs i 2015, som Schibsted og Cxence i 2015, tyder dette på en næring i sterk vekst. Det samme kan sies om faglig og forretningsmessig tjenesteyting, som har opplevd en lignende trend.

Vel så interessant som å se på emisjonsvolumet, som i stor grad er drevet av enkelte store emisjoner og fremdeles kan være noe utsatt for «støy», er *antall* emisjoner innen de enkelte næringene og hvordan disse har utviklet seg over tid. Mange emisjoner gjennomføres i gode tider, hvor investeringsviljen er høy og det er lettere for foretaket å få en god prising på aksjene. Primærnæringene har opplevd en liten nedgang i antall emisjoner i perioden, mens Petroleumsnæringen har holdt seg på et relativt stabilt nivå. Dog var antallet emisjoner betydelig høyere i 2014, hvilket trolig kan relateres til behov for likviditetsfremmende kapital i forbindelse med halvingen av oljeprisen i løpet av høsten 2014. Som for emisjonsvolumet vi viste i figuren ovenfor, ser vi at emisjonsmarkedet

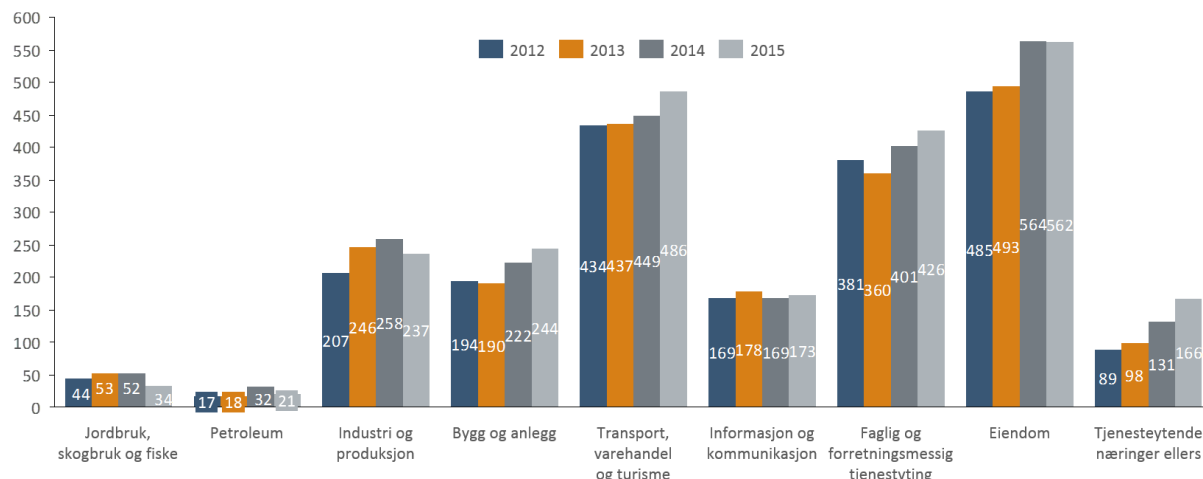
⁹ Staten skjøyt inn 5 milliarder kroner i 2014.

¹⁰ Staten skjøyt inn 3,25 milliarder i 2013.

¹¹ Her inngår også en del shipping-selskaper.

i industri- og produksjonsnæringen var ekstra høyt i 2014. Dette tyder på at hele peaken ikke var drevet av enkeltobservasjoner, men at det også var betydelig investeringsvilje i markedet.

Figur 6: Antall emisjoner i de ulike næringene utenfor børs i perioden. Kilde: Menon, 2017

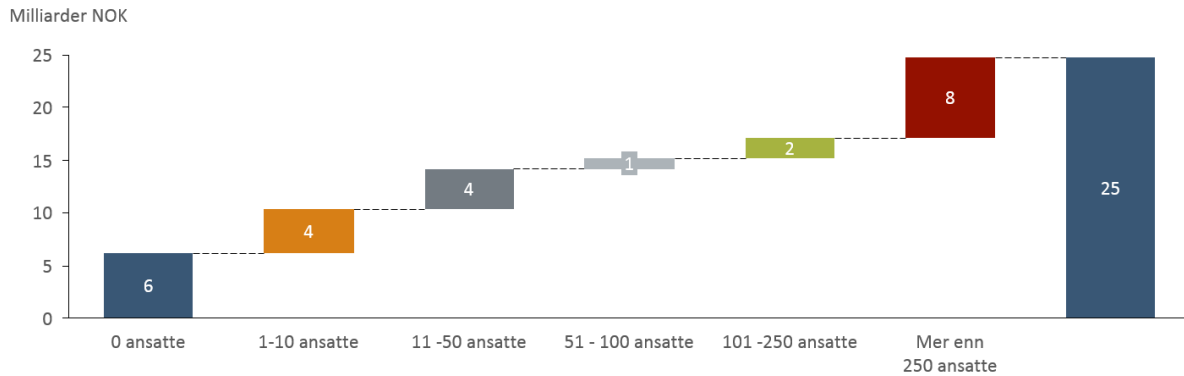


Blant næringene med størst vekst i antall emisjoner kan vi nevne bygg og anlegg og eiendom. Dette rimer godt med utviklingen i boligmarkedet og utbyggingen i perioden. Ellers skiller de tjenesteytende næringene seg ut med et relativt høyt antall emisjoner sett i forhold til volum. At emisjonsvolumet i tjenestenæringene er relativt lite er ikke overraskende gitt at tjenesteproduksjon er mindre kapitalintensiv. Samtidig forteller det relativt høye antallet emisjoner oss at det absolutt også er behov for kapitalutvidelser knyttet til utvikling og vekst, også blant foretak som driver tjenesteproduksjon.

2.3.2 Emisjoner fordelt på størrelse

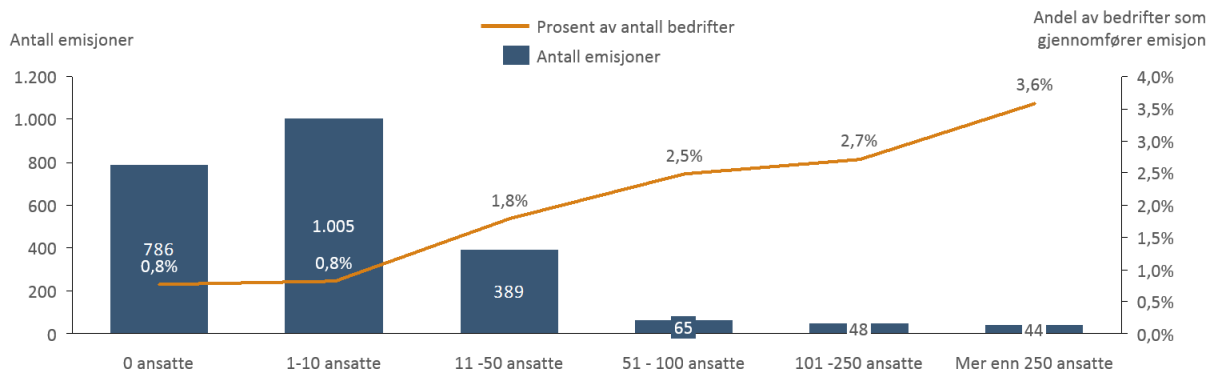
Figuren nedenfor viser emisjonsvolum i 2015 fordelt på bedriftsstørrelse. Inndelingen etter størrelse er basert på en kombinasjon av antall ansatte og balansestørrelse, og er nært knyttet opp til Europakommisjonens definisjoner av bedriftsstørrelser (se egen omtale i tekstboks 2 nedenfor). Noe overraskende ser vi et relativt høyt emisjonsvolum blant selskap med null ansatte. Dette volumet stammer i hovedsak fra eiendomsselskap som henter inn mer egenkapital fra eiere. Det er interessant å se at volumet av emisjoner er større i gruppen av mikrobedrifter med 1-10 ansatte og småbedrifter med 11-50 ansatte, sammenlignet med gruppen av mellomstore bedrifter med 51-100 og 101-250 ansatte. Forklaringen ligger i at det store flertallet av norske bedrifter er små, og at det er mange småbedrifter som er i en vekstfase med behov for ekstern egenkapital. Ikke overraskende ser vi likevel at størstedelen av emisjonsvolumet er knyttet til de største selskapene med over 250 ansatte. Figuren nedenfor viser at det samlede emisjonsvolumet for selskaper med over 100 ansatte er over 10 milliarder kroner.

Figur 7: Emisjonsvolumet utenfor børns for bedrifter i ulike størrelseskategorier målt ved ansatte, 2015. Kilde: Menon



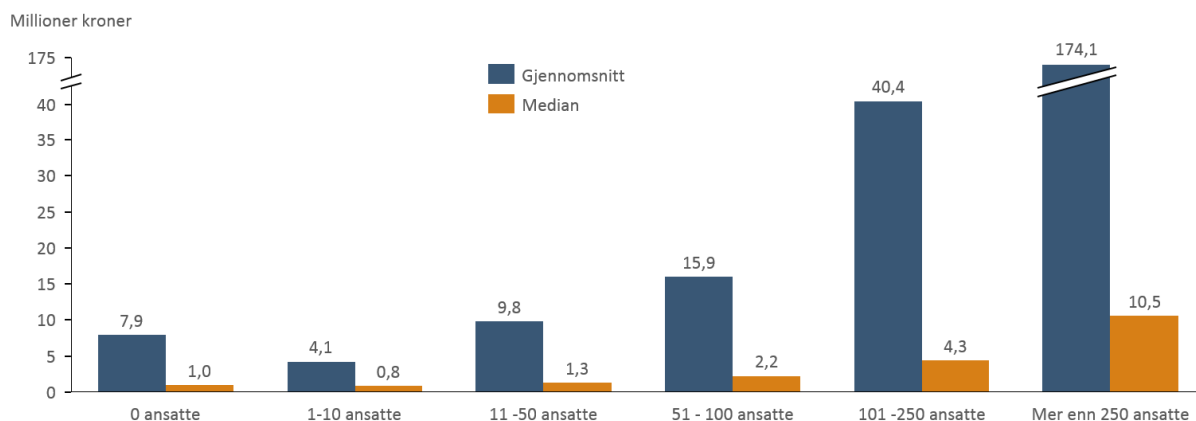
Mikrobedrifter med 10 eller færre ansatte gjennomgikk nesten 1800 emisjoner i 2015, noe som utgjør om lag tre fjerdedeler av det totale antallet. Dette er da også det segmentet med absolutt flest bedrifter i utgangspunktet. I Figur 8 nedenfor viser vi at det kun var i underkant av 1 prosent av disse bedriftene som gjennomførte en emisjon i 2015. Figuren nedenfor viser tydelig at selv om det er betydelig færre større bedrifter som gjennomfører emisjoner, så er andelen av bedriftene som gjennomfører emisjoner jevnt voksende med bedriftsstørrelsen. Blant bedriftene med over 250 ansatte var det hele 3,5 prosent som gjennomførte en emisjon utenfor børns i 2015.

Figur 8: Antall emisjoner utenfor børns for bedrifter i ulike størrelseskategorier målt ved ansatte, samt andelen av bedrifter som gjennomgår emisjoner i den gitte størrelseskategorien i 2015. Kilde: Menon



Figuren nedenfor viser gjennomsnittlig og medianstørrelse for emisjoner innenfor de ulike størrelseskategoriene. Med unntak av kategorien med null ansatte, som er overrepresentert med eiendomsselskaper, ser vi tydelig at emisjonene vokser i størrelse med bedriftens størrelse. Et generelt trekk er at de gjennomsnittlige emisjonene er mye større enn medianstørrelsen. Dette henger naturlig sammen med at det er stor variasjon i bedriftsstørrelse også innad i størrelseskategoriene, men også at det er ulike motivasjoner for å gjennomføre en emisjon. Det er naturlig nok mange mindre emisjoner som kun skal gi bedriften likviditet til å drive virksomheten på samme aktivitetsnivå gjennom en periode med sviktende inntjening, mens andre emisjoner skal finansiere større investeringsprosjekter med hensikt å skalere opp bedriftens virksomhet på sikt.

Figur 9: Størrelse på emisjoner utenfor børs (gjennomsnitt og median) i ulike størrelseskategorier målt ved ansatte i 2015.
Kilde: Menon



Boks 2. Metode for å fordele foretak inn i størrelseskategorier

Å dele bedrifter inn etter antall ansatte er vanskeligere enn man skulle tro. Dersom vi kun bruker faktisk registrerte ansatte i et foretak så blir denne kategorien veldig misvisende ettersom mange foretak er datterselskaper i større konsern (og fordi det ikke er alle selskap som rapporterer troverdig hva gjelder ansatte). Vi har derfor anvendt en rekke «knepper» for å få disse ansattekategoriene så gode som mulig:

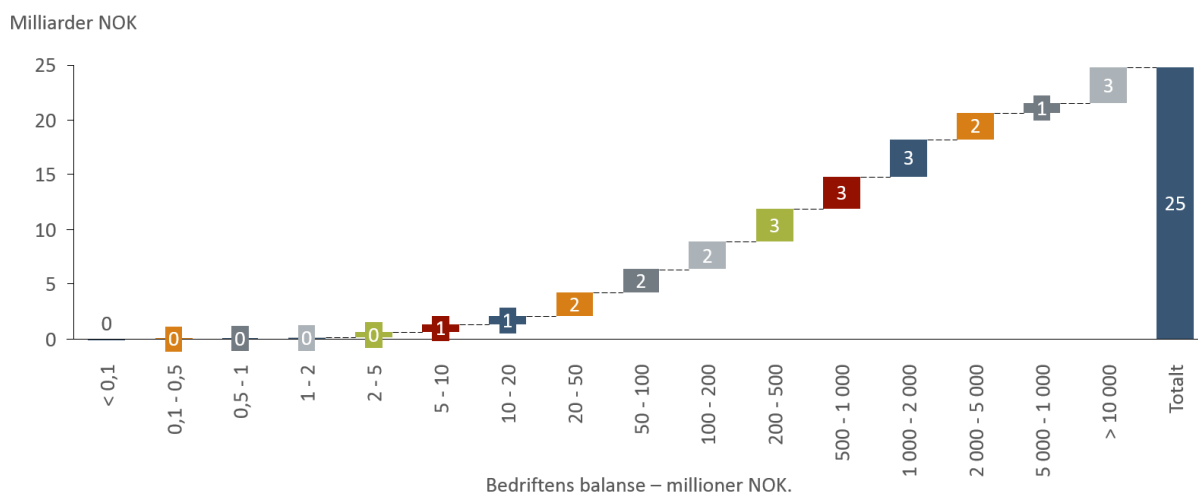
Vi har estimert antall ansatte basert på lønnskostnader i konsernet. Her har vi lagt til grunn at i snitt er 1 ansatt = 700 000 NOK i lønnskostnader (dvs. lønn pluss arbeidsgiver og trygdeavgift). Lønnskostnader i konsernet er identifisert ved å bruke konsoliderte tall i stedet for foretakstall. I tillegg, dersom selskapet er et datterselskap, har vi lagt til grunn lønnskostnadene i det konsoliderte selskapet til morselskapet.

Foretak som har stor balanse er registrert som større foretak. Det er mange foretak som ikke har registrert ansatte, og som heller ikke har mange ansatte. For de foretakene som har registrert null ansatte har vi likevel merket disse som store foretak (dvs. >250 ansatte) dersom de ikke er et investeringsselskap og dersom de har sum eiendeler på mer enn 430 millioner (EUR 43 mill. gitt kurs på 10). Dette er også i tråd med Europakommisjonens definisjoner på bedriftsstørrelser.

For de foretakene som har registrert null ansatte har vi merket disse som mellomstore foretak (dvs. 100-250 ansatte) dersom de ikke er et investeringsselskap, og dersom de har sum eiendeler på mellom 100-430 millioner (EUR 10-43 mill. gitt kurs på 10.)

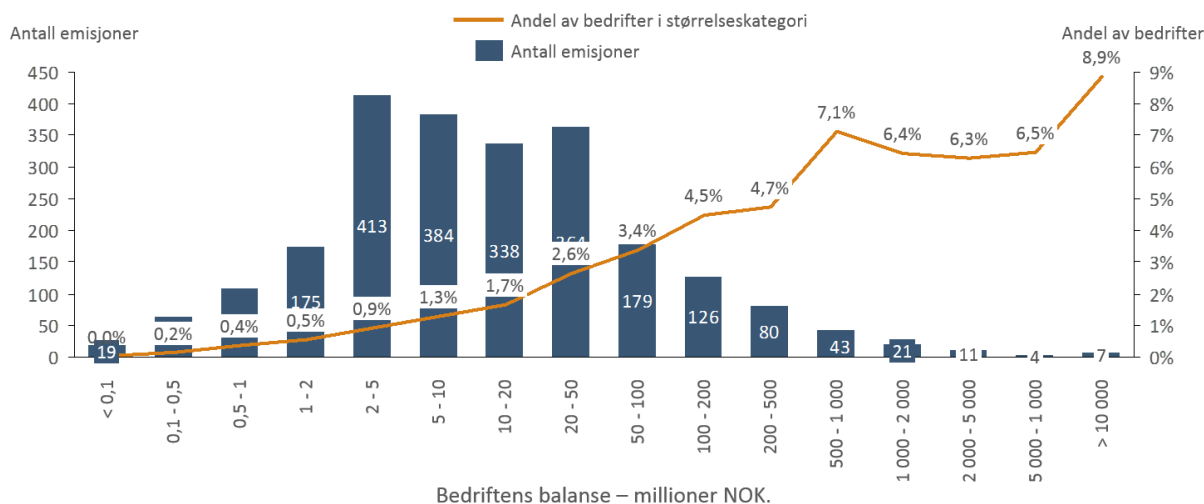
En alternativ inndeling av bedrifters størrelse, er å dele inn bedriftene etter størrelsen på balansen. Selv om antall ansatte og størrelsen er positivt korrelert, så vil det kunne være betydelige forskjeller i summen av eiendeler for bedrifter med like mange ansatte på tvers av næringer. Bildet ser imidlertid lignende ut dersom vi sorterer bedrifter etter størrelsen på balansen, som vist i Figur 10 nedenfor. Vi ser at emisjonsvolumet for bedrifter med en balansestørrelse under 5 millioner kroner er nesten fraværende, men at det tar seg til for bedrifter som er større enn dette. Flere av de største størrelseskategoriene hadde totale emisjonsvolum på omtrent 3 milliarder kroner.

Figur 10: Emisjonsvolumet utenfor børns fordelt etter størrelsen på bedriftens balanse før emisjonen, 2015. Kilde: Menon



Tilsvarende som for antall ansatte, viser Figur 11 at andelen av bedrifter som gjennomfører en emisjon er stigende med bedriftens størrelse målt ved størrelsen på balansen før emisjonen ble gjennomført. Målt i frekvens skiller bedrifter med en balansestørrelse på mellom 500 millioner til 1 milliard kroner seg ut med en høyere andel emisjoner enn foretak med mellom 1 milliard og 5 milliarder. Det er videre interessant at nesten 9 prosent av bedriftene med over 10 milliarder i balanse gjennomførte en egenkapitalemisjon i 2015. Målt i antall så blir de fleste emisjoner gjennomført i bedrifter som har en balansestørrelse på mellom 2 og 50 millioner kroner. Nær to av tre emisjoner i norsk næringsliv blir gjennomført av bedrifter i denne størrelsesgruppen.

Figur 11: Antall emisjoner utenfor børns fordelt på bedriftenes balansestørrelse før emisjonen, samt andelen av bedrifter som gjennomgår emisjoner i den gitte størrelseskategorien i 2015. Kilde: Menon



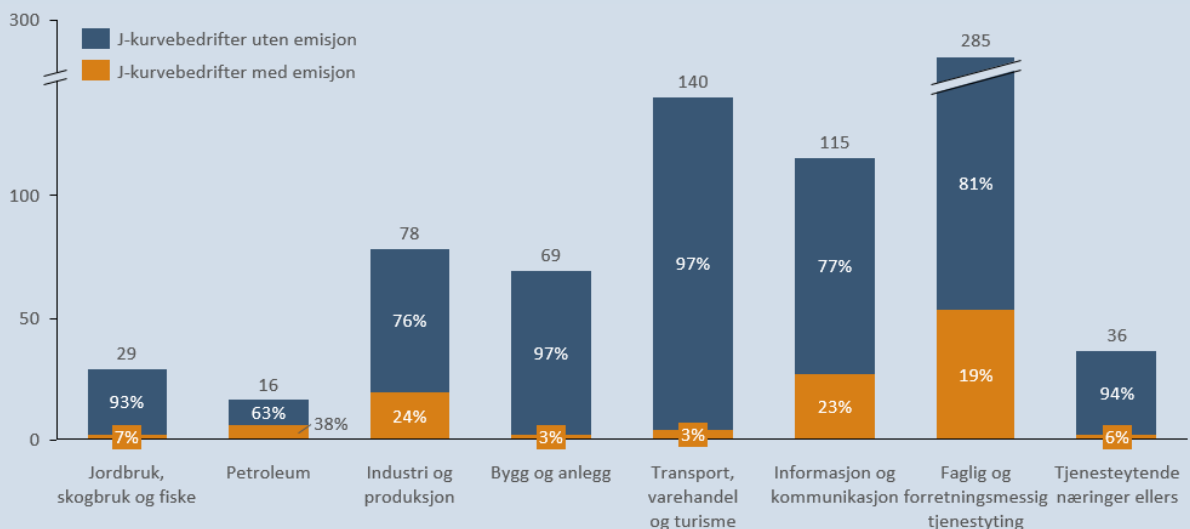
Videre ser vi at det er få emisjoner i små selskaper. Det var i 2015 omtrent 350 aksjeemisjoner i bedrifter med bokførte balanseverdier på under 2 millioner, hvor bedrifter med balanse på 2 til 5 millioner til sammenligning hadde over 400 emisjoner i perioden. Totalt sett ser vi at størsteparten av emisjonene skjer i intervallet av bedrifter med bokført balanse på mellom 2 og 50 millioner kroner, med over 60 prosent av alle emisjonene. Samtidig ser vi den samme tendensen her som ovenfor, nemlig at emisjoner blir vanligere jo større bedriften er.

For bedrifter med over 10 milliarder i bokført balanseverdi hadde omtrent 10 prosent emisjon i 2015. Dette er en høy andel, og indikerer at større bedrifter har lettere tilgang til ekstern egenkapitalfinansiering.

Boks 3. J-kurvebedrifter

Som et spesialtilfelle ønsker vi å undersøke hvordan emisjonsmarkedet er for J-kurvebedrifter. Vi definerer J-kurvebedrifter som selskaper som er yngre enn 10 år og som har hatt negativt driftsresultat og positive lønns-kostnader de to foregående årene. Navnet J-kurve indikerer at dette er selskaper som forventer å snu en negativ trend om til positivt driftsresultat, og dermed forme en lønnsomhetskurve over tid som ser ut som bokstaven J. Den svake likviditeten til disse bedriftene gjør at lånefinansiering er en mindre aktuell finansieringsform, derimot vil de være avhengig av risikovillig egenkapital.

Figuren nedenfor viser antall observerte J-kurvebedrifter fordelt på næring over treårsperioden 2013-2015. Søylen skiller mellom andelen J-kurvebedrifter som har gjennomført en emisjon. Absolutt flest J-kurvebedrifter er det innen Faglig og forretningsmessig tjenesteyting. Her er det også en relativt høy andel av disse som har vært gjennomført en emisjon i løpet av treårsperioden. Dersom det er mange emisjoner i forhold til antall J-kurvebedrifter innad i en næring tyder dette på at det er god tilgang på risikovillig kapital i bransjen. Figuren viser at andelen J-kurvebedrifter er høyest innen de mer teknologiintensive næringene Petroleum, Industri og produksjon, Informasjon og kommunikasjon og Faglig og forretningsmessig tjenesteyting. Innen næringene Bygg og anlegg og Transport, varehandel og turisme er det også mange J-kurvebedrifter, men andelen av disse som har gjennomgått en emisjon er svært lav. Den lave andelen emisjoner blant disse «J-kurvebedriftene» kan være at dette i realiteten ikke er J-kurvebedrifter, men at det er ikke-teknologibaserte bedrifter med svak konkurransevne. Hvis sistnevnte er tilfellet, er det heller ikke overraskende at disse bedriftene ikke gjennomfører emisjoner.



Ved hjelp av en random effects modell har vi estimert sannsynligheten for at man har gjennomgått en emisjon dersom du er en J-kurvebedrift, sammenlignet med dersom du ikke er det. Vi ser i denne omgang kun på næringene Petroleum, Industri og produksjon, Informasjon og kommunikasjon og Faglig og forretningsmessig tjenesteyting. Datasettet er ett paneldata for perioden 2013 til 2015, og omfatter i overkant av 100 000 bedrifter, hvorav om lag 500 bedrifter er kategorisert som J-kurvebedrifter. Resultatet fra regresjonen er presentert i tabellen nedenfor:

	Har gjennomgått emisjon
J-kurvebedrift	0.154*** (0.00352)
Konstant	0.00767*** (0.000216)
Antall observasjoner	213,862
Antall bedrifter	106,931

Nivået på konstanten tilsier at sannsynligheten for at du har vært gjennom en emisjon i disse næringene dersom du ikke er en J-kurvebedrift er 0,8 prosent. Dette stemmer godt overens med det emisjonsvolumet vi har observert tidligere i dette kapittelet. Dersom du er en J-kurvebedrift er imidlertid sannsynlighet for at du har gjennomgått en emisjon over 16 prosent. Det er altså over 20 ganger mer sannsynlig at man har gjennomgått en emisjon dersom man er en J-kurvebedrift. Denne kunnskapen kan tas videre til å undersøke tilgangen til risikovillig kapital i ulike næringer, sett opp mot etterspørselen etter kapital i disse næringene, her estimert ved antall J-kurvebedrifter i disse næringene. Resultatene er presentert i tabellen nedenfor:

VARIABLES	(1) Tittel
J-kurvebedrift	0.155*** (0.00545)
Petroleum	0.0135*** (0.00237)
Industri	0.00870*** (0.000734)
IKT	0.00464*** (0.000769)
Petroleum X J-kurve	0.0983*** (0.0234)
Industri X J-kurve	0.0204* (0.0117)
IKT X J-kurve	0.0151 (0.0101)
Constant	0.00725*** (0.000344)
Observations	165,402
Number of orgnr	82,701

Standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

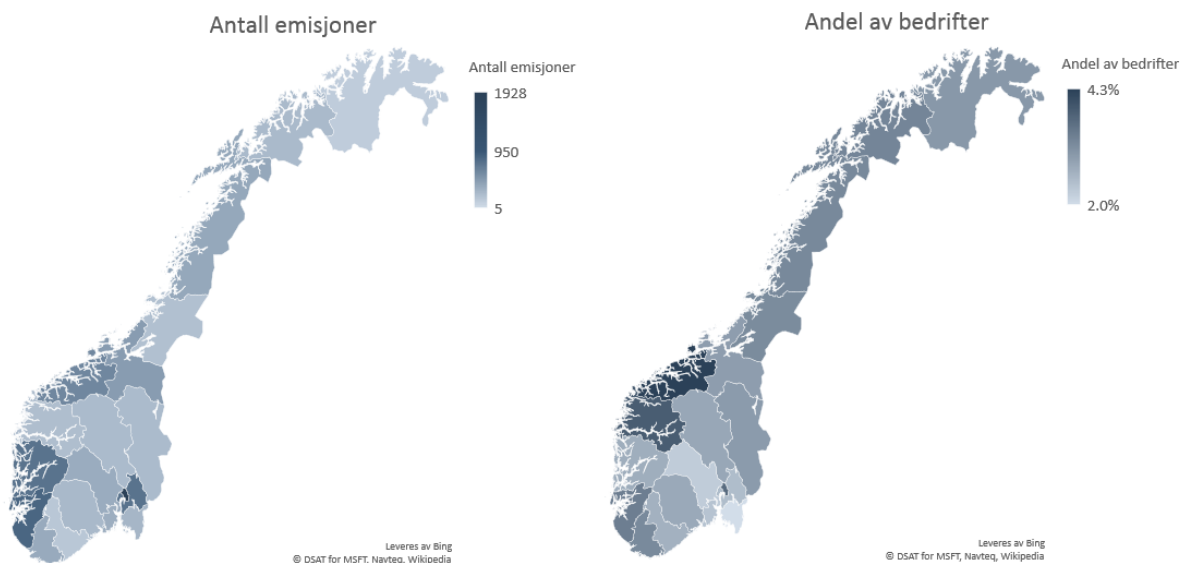
Konstanten angir at sannsynligheten for at bedrifter innen Faglig og forretningsmessig tjenesteyting gjennomfører en emisjon er 0,7 prosent. Dersom bedriften er en J-kurvebedrift innen samme næring så er sannsynligheten hele 16 prosent, hvilket tilsvarer 20 ganger så høy sannsynlighet for en emisjon. Konstantene for hhv. Petroleum, Industri og IKT viser at andelen bedrifter som gjennomfører emisjoner innen disse sektorene generelt er høyere, sammenlignet med bedrifter innen Faglig og forretningsmessig tjenesteyting. Tolkningen av dette er at bedrifter innen disse sektorene generelt har bedre tilgang på ekstern egenkapital sammenlignet med Faglig og forretningsmessig tjenesteyting. Koeffisienten «Petroleum*J-kurve» forteller oss at J-kurvebedrifter

innen Petroleum i snitt har 9 prosent høyere sannsynlighet for å gjennomføre en emisjon enn J-kurvebedrifter innen Faglig og forretningsmessig tjenesteyting. Vi ser også at sannsynligheten for en emisjon blant J-kurvebedrifter innen Industri og produksjon er statistisk signifikant høyere enn for Faglig og forretningsmessig tjenesteyting, mens IKT ikke er statistisk signifikant forskjellig. Dette resultatet kan indikere at det er bedre tilgang på risikokapital innen Petroleum og Industri og produksjon. Hvorvidt resultatet er en indikasjon på imperfeksjoner i markedet for risikokapital innen visse bransjer eller om det følger naturlig av at sannsynligheten for at en J-kurvebedrift lykkes innen Petroleum og Industri og produksjon er høyere enn innen IKT og Faglig og forretningsmessig tjenesteyting er denne analysen ikke egnet til å si noe om.

2.3.3 Emisjoner fordelt på geografi

Det er også interessant å analysere aksjeemisjoner langs en geografisk dimensjon. Figur 12 nedenfor til høyre viser et varmekart over hvor i landet de fleste emisjonene skjer, mens figuren til høyre viser i hvilke deler av landet emisjoner er vanligst i forhold til antall bedrifter i fylket. Ikke overraskende ser vi at de fleste emisjonene skjer i Oslo, som hadde over 1900 emisjoner i perioden 2012-2015. De fylkene som følger nærmest er Rogaland og Akershus, med henholdsvis omtrent 850 og 750 emisjoner hver. På andre enden av skalaen finner vi Finnmark med 120 og Aust-Agder med 160 emisjoner i samme tidsperiode. Dette er ikke overraskende, ettersom dette også er to av fylkene med færrest rapporteringspliktige bedrifter.

Figur 12: Antall emisjoner (figur til venstre) og andel av bedrifter som har gjennomført emisjoner (til høyre) fordelt på fylker i perioden 2012-2015. Kilde: Menon



Figuren til høyre viser emisjoner i ulike fylker som andel av antall rapporteringspliktige bedrifter i fylket ved periodens start i 2012. Det første vi registrerer er at andelen er relativt stabil på tvers av landets fylker, med et spenn på 2 til 4,3 prosent. Aksjeemisjoner har vært aller vanligst i Møre og Romsdal, hvor 4,3 prosent av bedriftene har hatt emisjoner i løpet av perioden. Det vil være naturlig å se dette opp mot spesielt den maritime næringen som dominerer næringslivet i regionen. Maritim næring har vært gjennom store omstillinger i perioden, og mange bedrifter tilknyttet næringen har sett seg nødt til å skyte inn ny egenkapital for å sikre likviditet til å overleve. Figuren ovenfor til høyre viser at de fleste av fylkene med hyppigst emisjoner er langs kysten fra Sogn og Fjordane ned til Vest-Agder, i tillegg til Oslo. Dette er fylker hvor petroleum, maritim leverandørindustri og marine næringer er viktige. Samtidig ser vi at fylkene med lavest andel er Buskerud,

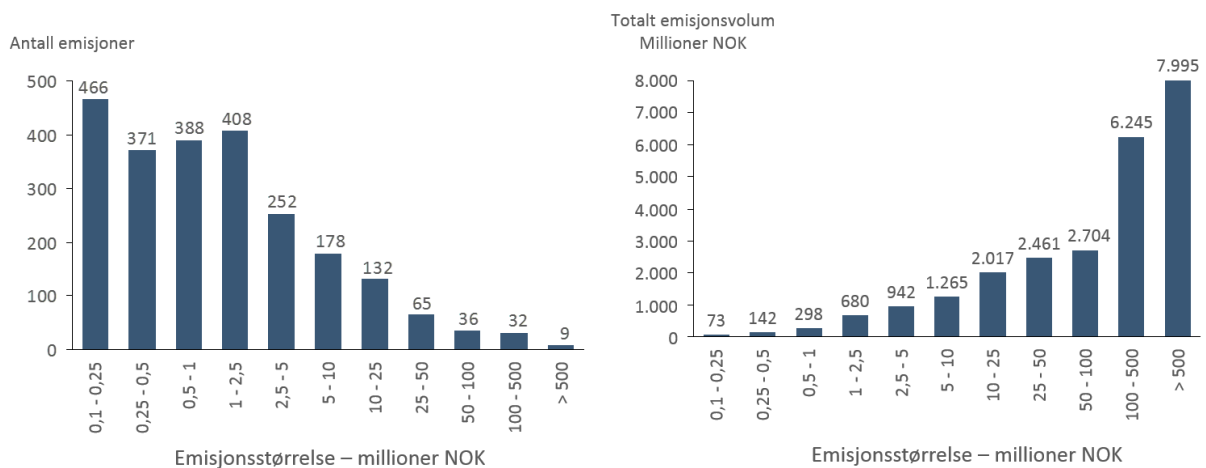
Vestfold og Østfold, samt til dels Akershus. Ut fra disse tallene kan det tyde på at det er næringsstruktur som er det viktigste for hyppigheten av emisjoner, snarere enn at det er vanskeligere å gjennomføre emisjoner i distriktene. Det kan heller se ut som antallet emisjoner er etterspørselsdrevet, hvor emisjoner er vanligst i regioner med sterk tilknytning til næringer hvor det har vært store omstillingsbehov de siste årene.

Vi har også testet disse resultatene i en regresjonsanalyse, hvor vi kontrollerer for bedriftsstørrelse, næringsinndeling og kommunenes sentralitet, se tabell 5 i vedlegg 3. I denne regresjonsmodellen analyseres emisjonsmarkedet i de ulike fylkene opp mot emisjonsmarkedet i Akershus. Vi ser at resultatene stemmer overens med figuren ovenfor for modell 1-3, også når vi kontrollerer for næring i modell 3. Dette impliserer at det likvel ikke er næringsstruktur som forklarer de observerte forskjellene mellom fylkene. Når vi kontrollerer for kommunenes sentralitetsnivå i regresjonsmodell 4 endrer imidlertid resultatene seg noe, blant annet ved at emisjonsmarkedene i Sør-Trøndelag og Rogaland ikke lenger er signifikant annerledes enn Akershus.

2.3.4 Kjennetegn ved emisjonene

I figuren nedenfor viser vi fordelingen på emisjoner i 2015 etter størrelse på emisjonene. Figuren til venstre viser antall emisjoner i de ulike størrelseskategoriene, mens figuren til høyre viser det totale emisjonsvolumet i de samme kategoriene. Vi ser at det er desidert flest emisjoner mellom 100 000 og 2,5 millioner kroner, hvor nesten 70 prosent av emisjonene er av denne størrelsen.¹² Samtidig utgjør disse emisjonene kun en liten andel av det totale emisjonsvolumet. På motsatt side utgjør de 40 største emisjonene nesten 60 prosent av det totale emisjonsvolumet.

Figur 13: Antall emisjoner (graf til venstre) og totalt emisjonsvolum (graf til høyre) fordelt på emisjonsstørrelse, 2015. Kilde: Menon

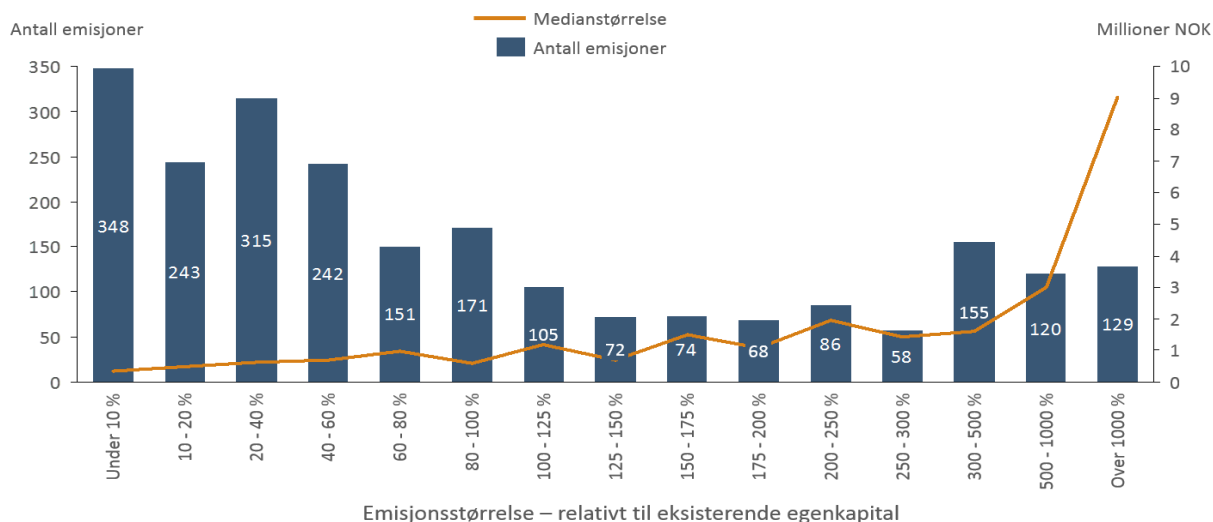


Figur 14 illustrerer at de fleste emisjonene er relativt små, både i antall og i volum. 15 prosent av emisjonene er under 10 prosent av nivået på den eksisterende egenkapitalen, mens nesten 40 prosent av emisjonene utgjør under 40 prosent av nivået på den eksisterende egenkapitalen. Samtidig ser vi at det finnes en god del store emisjoner, hvor nivået på egenkapitalen mangedobles. Blant annet ser vi at godt over 100 bedrifter har gjennomgått emisjoner hvor egenkapitalen over 10-dobles gjennom emisjonen, og at mediannivået på disse emisjonene er over 9 millioner kroner. Emisjonene lengst til høyre i figur 14, altså emisjoner som bidrar til en mangedobling

¹² Emisjoner på under 100 000 kroner eller mindre er ekskludert fra analysen.

av egenkapitalen, er sannsynligvis i stor grad gjennomført i relativt nye bedrifter som har opplevd et nylig gjennombrudd eller en stor kjerneinvestering og/eller fått «profesjonelle» investorer i løpet av det siste året.

Figur 14: Antall emisjoner og median størrelse på emisjon gruppert etter emisjonsstørrelse relativt til nivået på egenkapital før emisjon. Kilde: Menon



Vi har allerede sett på antall emisjoner fordelt på ulike bedriftsstørrelser og antall emisjoner av ulik størrelse. I matrisen nedenfor viser vi hvordan disse henger sammen. Langs x-aksen har vi ulike kategorier på emisjonsstørrelse, mens y-aksen gir ulike kategorier for bedriftsstørrelse. Mørkere farge på cellen indikerer hyppigere forekomst av emisjoner. Ikke overraskende viser fargekodingen en sterk positiv korrelasjon mellom bedriftsstørrelse og emisjonsstørrelse. Som vi tidligere har sett, finner vi de fleste emisjonene blant bedrifter med balanseførte verdier på mellom 2 og 50 millioner kroner med en emisjonsstørrelse på mellom 250 000 og 25 millioner kroner.

Tabell 1: Antall emisjoner gitt ulike kategorier av bedriftsstørrelse (målt i eiendeler på balanse) og emisjonsstørrelse, 2012-2015. Kilde: Menon

		Emisjonsstørrelse - millioner kroner											
		0,1 - 0,25	0,25 - 0,5	0,5 - 1	1 - 2,5	2,5 - 5	5 - 10	10 - 25	25 - 50	50 - 100	100 - 500	> 500	Totalt
Bedriftsstørrelse - millioner kroner	< 0,1	23	18	14	9	1	1	1					67
	0,1 - 0,5	113	60	35	22	6	1		1				238
	0,5 - 1	142	131	74	47	11	2	1		1			408
	1 - 2	214	200	195	94	21	5	4					733
	2 - 5	334	369	360	287	116	31	7	1				1 505
	5 - 10	194	246	311	316	186	93	7	1				1 354
	10 - 20	164	164	186	290	244	137	61	6				1 252
	20 - 50	122	99	125	219	209	189	165	42	5	6		1 181
	50 - 100	42	32	38	64	87	102	121	61	24	2		573
	100 - 200	31	19	28	33	36	52	95	55	49	30		428
	200 - 500	29	8	15	24	25	23	42	50	33	99	2	350
	500 - 1 000	14	7	13	11	4	8	17	17	25	72	8	196
	1 000 - 2 000	4	1	4	5	5	5	10	9	13	58	8	122
	2 000 - 5 000	1	2	3	5	2	1	4	3	2	26	22	71
	5 000 - 10 000	2		1	1		1	1	1	1	18	8	34
> 10 000			1	1	1		1	3	3	6	32	48	
Totalsum		1429	1356	1403	1428	954	651	537	250	155	317	80	8 560

Den kanskje mest interessante observasjonen fra tabellen ovenfor er at det ikke synes å være noen åpenbare «hull» i emisjonsmarkedet. Fargekodingen viser en jevn fordeling, uten noen lyse punkter som avdekker få

observasjoner der det er mørkere områder rundt. Basert på Kapitalutvalgets dialogmøter med ulike markedsaktører har det blitt trukket fram at bedrifter med et kapitalbehov i størrelsesorden 3 til 15 millioner kan ha en utfordring i markedet for ekstern egenkapitalfinansiering. Dette er typisk emisjoner som vil være for store til å involvere kun venner, familie og andre bekjente, samtidig som det argumenteres for at de er for små til å involvere profesjonelle tilretteleggere og de faste kostnadene det medfører. Dette mønsteret gir seg imidlertid ikke til kjenne i vårt datamateriale. Det er også verdt å nevne at det er i dette størrelsesområdet på emisjoner de fleste venturefondene opererer.

Matrisen i tabell 2 nedenfor har de samme aksebenevnelsene som tabell 1 ovenfor, men denne gangen ser vi på hyppigheten av emisjoner relativt til det totale antallet bedrifter innenfor størrelseskategorien. I kolonnen lengst til høyre i tabellen har vi angitt antall bedrifter totalt innen hver bedriftsstørrelse, mens kolonnen som heter «totalt» er andelen av disse bedriftene som har gjennomført emisjoner.

Tabell 2: Antall emisjoner relativt til antall bedrifter totalt gitt ulike kategorier av bedriftsstørrelse (målt i eiendeler på balanse) og emisjonsstørrelse, 2012-2015. Kilde: Menon

		Emisjonsstørrelse - millioner kroner											Totalt	Antall bedrifter		
		0,1 - 0,25	0,25 - 0,5	0,5 - 1	1 - 2,5	2,5 - 5	5 - 10	10 - 25	25 - 50	50 - 100	100 - 500	> 500				
Bedriftsstørrelse - millioner kroner	< 0,1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%							0%	101 266
	0,1 - 0,5	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%		0.0%						1%	32 319
	0,5 - 1	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%							2%	24 750
	1 - 2	0.7%	0.7%	0.6%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%							2%	30 640
	2 - 5	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%						3%	43 310
	5 - 10	0.7%	0.9%	1.1%	1.1%	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%						5%	27 677
	10 - 20	0.9%	0.9%	1.0%	1.6%	1.3%	0.7%	0.3%	0.0%						7%	18 544
	20 - 50	1.0%	0.8%	1.0%	1.8%	1.7%	1.5%	1.3%	0.3%	0.0%	0.0%				9%	12 473
	50 - 100	0.9%	0.7%	0.8%	1.3%	1.8%	2.1%	2.5%	1.3%	0.5%	0.0%				12%	4 758
	100 - 200	1.2%	0.8%	1.1%	1.3%	1.4%	2.1%	3.8%	2.2%	1.9%	1.2%				17%	2 531
	200 - 500	1.9%	0.5%	1.0%	1.6%	1.7%	1.5%	2.8%	3.3%	2.2%	6.6%	0.1%			23%	1 500
	500 - 1 000	2.7%	1.4%	2.5%	2.1%	0.8%	1.6%	3.3%	3.3%	4.8%	14.0%	1.6%			38%	516
	1 000 - 2 000	1.4%	0.4%	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	3.5%	3.2%	4.6%	20.4%	2.8%			43%	285
	2 000 - 5 000	0.6%	1.3%	1.9%	3.1%	1.3%	0.6%	2.5%	1.9%	1.3%	16.4%	13.8%			45%	159
	5 000 - 10 000	3.3%		1.7%	1.7%		1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	30.0%	13.3%			57%	60
	> 10 000			1.1%	1.1%	1.1%		1.1%	3.4%	3.4%	6.9%	36.8%			55%	87
Totalsum		1429	1356	1403	1428	954	651	537	250	155	317	80	3%	300 875		

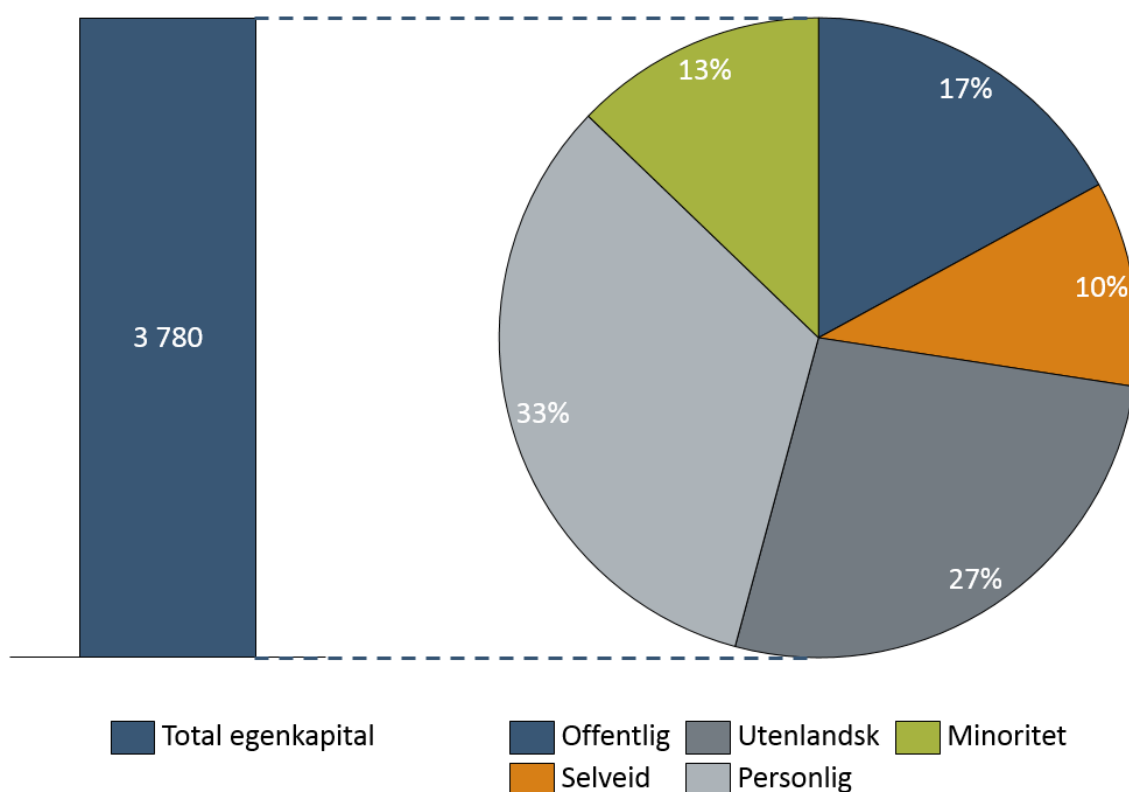
Det er særlig tre mønstre som kommer tydelig fram av tabellen ovenfor: For det første viser kolonnen «totalt», som vi også har sett tidligere, at det er en tydelig sammenheng mellom bedriftens størrelse og den relative hyppigheten av emisjoner. I løpet av fireårsperioden 2012-2015 tilsvarte antallet emisjoner blant bedrifter med en balansestørrelse på 100 000 til 500 000 kroner kun 1 prosent av de 30 550 bedriftene innen denne gruppen. Til sammenligning tilsvarte antall emisjoner 32 prosent av de 507 bedriftene med mellom 500 millioner og 1 milliard kroner i balansestørrelse. Her er det også viktig å påpeke at noen bedrifter kan ha gjennomført flere emisjoner i løpet av perioden. Andelen av bedriftene som faktisk har gjennomført en emisjon vil derfor være noe lavere. Den andre observasjonen som kommer tydelig fram av fargekoden er at små bedrifter gjennomfører små emisjoner, mens store bedrifter gjennomfører emisjoner av alle størrelser. Det er et helt tydelig mønster at etter hvert som bedriftene vokser i størrelse nedover langs y-aksen gjennomfører de gradvis større emisjoner, samtidig som de fortsetter å gjøre de små emisjonene. Den mørkfargede «trekanten» illustrerer nettopp dette. Til sist observerer vi heller ikke noen åpenbare hull i emisjonsmarkedet. Den relative hyppigheten av emisjoner synes å være relativt jevnt fordelt i forhold til bedriftsstørrelse og emisjonsstørrelse. Det kan selvfølgelig fortsatt være slik at en del av de større bedriftene har et ønske om mer kapital enn de fikk hentet inn gjennom emisjonen, men basert på det tallmateriale som vi presenterer synes det ikke å være et gap i emisjonsmarkedet for emisjoner av størrelsesorden 3 til 15 millioner.

3 Norsk næringsliv fordelt på eiertyper

I neste kapittel kobler vi aksjeemisjoner opp mot ulike investorgrupper for å se hvilke investorer som bidrar i ulike aksjeemisjoner. For å sette dette i perspektiv er det viktig å ha et overblikk over hvordan eierskapet i norsk næringsliv ser ut. I dette delkapittelet ser vi derfor nærmere på eierskapet i norske bedrifter ved hjelp av Menons eierskapsdatabase.

Figur 15 viser hvordan eierskapet av den bokførte egenkapital i norsk næringsliv (eksklusive finanssektoren) fordeler seg på ulike investorkategorier. Vi har her identifisert de «ultimate» eierne ved å rulle tilbake eiere i flere ledd. Dette gjør at vi til slutt i prinsippet ender opp med fire ulike eierkategorier som alle kan klassifiseres som «ultimate» ved at det ikke er andre (norske) aktører som eier disse igjen, i tillegg til sekkeposten «Minoritetseiere» som består av minoritetseiere i selskaper med fragmentert eierstruktur.¹³

Figur 15: Bokført egenkapital i norsk næringsliv (eksklusive finanssektoren) fordelt på eiertyper i 2015. Tall i millioner kroner. Kilde: Menon



Figuren ovenfor viser at det offentlige eide 17 prosent av norsk egenkapital i 2015. Det offentlige har eierskap i norsk næringsliv i hovedsak gjennom eierskap i store nasjonale selskap, som enten er eller har vært statlige eller regionale monopol, eller gjennom offentlig eide investeringselskap som Statens pensjonsfond Norge, KLP eller Argentum. Eierskapsopprullingene stopper også ved selveide aktører i form av stiftelser, samvirker, organisasjoner, pensjonskasser osv. Denne eierkategorien står for omtrent 10 prosent av eierskapet i norsk næringsliv i 2015. Den nest største eierkategorien i norsk næringsliv er utenlandske aktører, som i 2015 stod for 27 prosent av eierskapet. Denne kategorien er sannsynligvis noe overestimert, ettersom den også inneholder

¹³ For nærmere omtale av datagrunnlag og metode for kartlegging av eierskapet i norsk næringsliv se vedlegg 2.

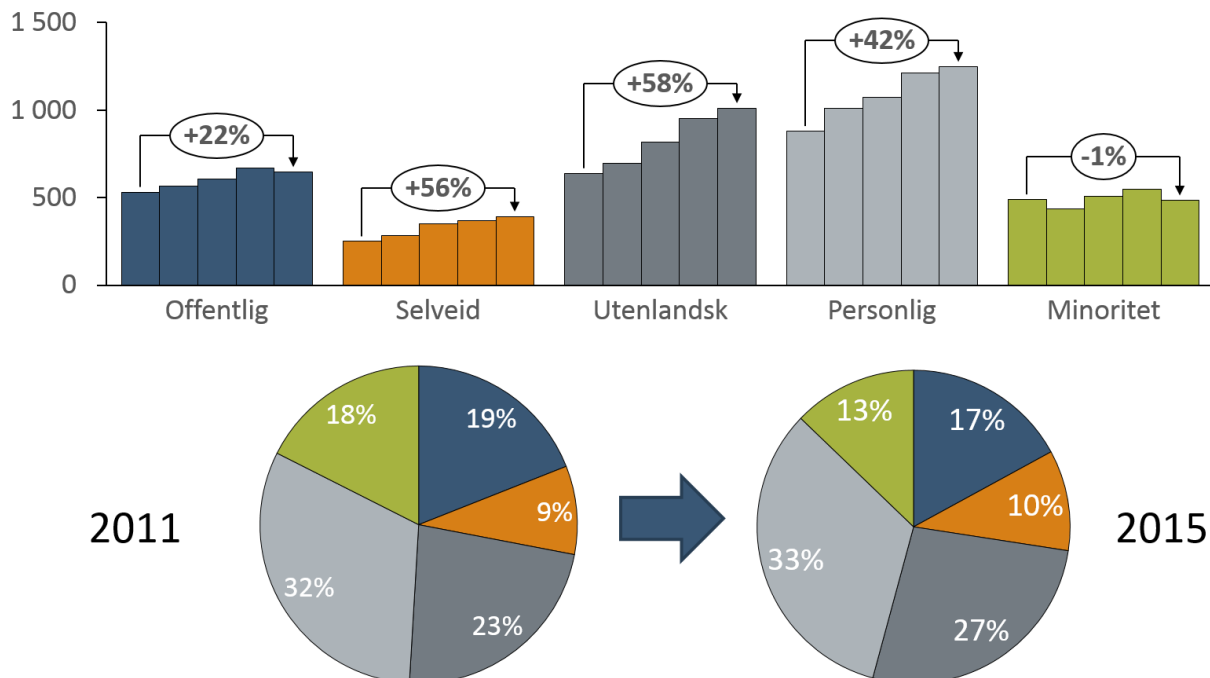
norsk eierskap gjennom utenlandske bedrifter. Den største ultimate eierkategorien er likevel norske privatpersoner, som står for 33 prosent av eierskapet i norske bedrifter i 2015. Denne er nok noe underestimert, både på grunn av investering gjennom utenlandske selskaper, men også fordi minoritetskategorien sannsynligvis i stor grad består av personlige eiere.

3.1 Utvikling i eierskap fordelt på eiertyper over tid

Figur 16 nedenfor viser hvordan de ulike eierkategoriernes eiendeler i norsk næringsliv har utviklet seg over tid. Utvikling i eid egenkapital for de forskjellige eierkategoriene kan skyldes flere ting. Eiendelene kan økes ved hjelp av investering, både i form av emisjoner, kjøp og nyetableringer. Dette vil i så fall øke nivået på den innskutte egenkapitalen. Alternativt kan egenkapitalbeholdningen økes ved å la selskapenes overskudd bli igjen i selskapet. Dette vil øke den opptjente delen av egenkapitalen.

Vi ser at det offentlige har hatt en svak vekst i eiendeler i løpet av perioden, med en vekst på kun 22 prosent fra 530 milliarder kroner i 2011 til 650 milliarder i 2015. De selveide eierne har opplevd relativt stor vekst i egenkapitalbasen, med en vekst på hele 56 prosent. Dette skyldes blant annet at mye penger har blitt lagt i stiftelser i løpet av perioden, som for eksempel Olav Thons Stiftelse som ble opprettet i 2013 og har egenkapital på over 30 milliarder kroner. De utenlandske eierne har hatt den største veksten i perioden, fra omtrent 640 milliarder i 2011 til over 1010 milliarder i 2015. De personlige eierne var den største eierkategorien i 2011, og er det fremdeles i 2015 med en bokført egenkapital på nærmere 1250 milliarder kroner. Utviklingen her må nok ses litt i sammenheng med utviklingen i eierkategorien minoritet, som nærmest har stått stille gjennom perioden. Ettersom store deler av eierkategorien minoritet består av personlige eiere, tyder dette på at noe av veksten blant de personlige eierne skyldes en mer presis kategorisering i 2015 enn i 2011.

Figur 16: Utvikling i bokført egenkapital 2011-2015 fordelt på eiertyper. Milliarder kroner (øverst) og andel (nederst). Kilde: Menon



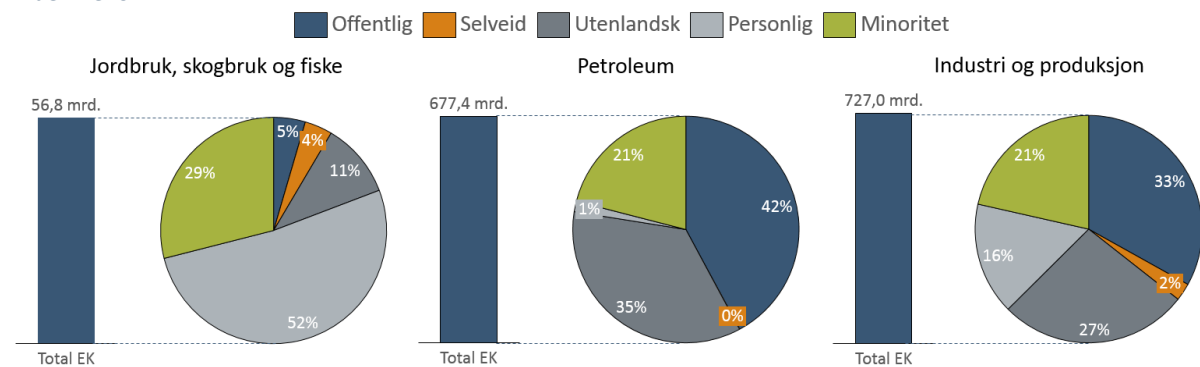
Figuren ovenfor viser også hvordan markedsandelene til de ulike eierkategoriene har utviklet seg gjennom perioden. Vi ser at selv om det offentlige har økt sin egenkapital i norsk næringsliv, så har de fått redusert sin eierandel med omtrent 2 prosentpoeng, ettersom de andre eierkategoriene har økt sine eiendeler mer i løpet av

perioden. Utviklingen er naturlig i den grad det offentlige ikke proaktivt går inn for å øke sin innflytelse på norsk næringsliv, herunder at Statens pensjonsfond utland har en strategi om kun å investere utenfor Norges grenser. Det er også eksempler på at staten har solgt seg ut av selskaper i løpet av perioden, eksempelvis solgte staten sin eierandel på 59 prosent i Cermaq til Mitsubishi i 2014. Selveide organisasjoner har på sin side økt sin markedsandel med litt over ett prosentpoeng. Det er likevel de utenlandske eierne som har hatt den sterkeste veksten de fem siste årene, hvor de har økt sin markedsandel med 4 prosentpoeng. Med gradvis lavere selskapskatt, i tråd med skatteforliket, vil man ikke forvente at denne utviklingen vil stoppe opp. Personlige eiere og minoritetseierne har til sammen hatt en veldig stabil eierandel, med en vekst på litt under én prosent.

3.2 Eierskap på tvers av næringer fordelt på eiertyper

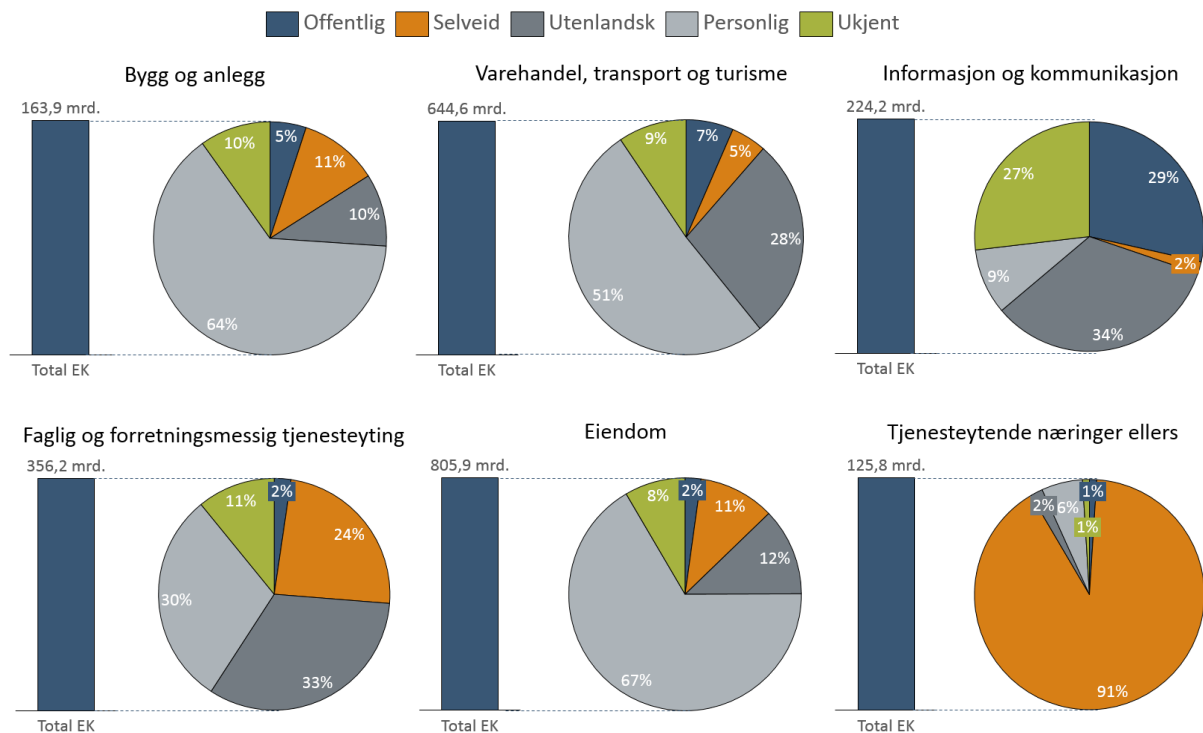
Det er betydelige variasjoner med hensyn til hvilken eierkategori som er dominerende på tvers av næringer. Figur 17 nedenfor presenterer eierskapet i norske bedrifter for ulike næringer. For primærnæringene jordbruk, skogbruk og fiske ser vi at det er en stor andel personlige eiere.¹⁴ Dette er naturlig ettersom mange av bedriftene her er små og ikke eksponert mot et stort investeringsmarked. Samtidig finnes det en del store bedrifter, som Marine Harvest og Grieg Seafood, som har mange investorer, også utenlandske. Petroleumsnæringen er, ikke overraskende, dominert av det offentlige og utenlandske aktører¹⁵. Det offentlige kommer i stor grad gjennom statens majoritetseierandel i Statoil. Det offentlige har også store eierandeler i industrien. Disse kommer gjennom fortsatt betydelige eierposter i store industrilokomotiver som Norsk Hydro og Yara, men også gjennom regulerte næringer som energi og kraft, hvor kommunen eier mesteparten av kraftselskapene mens staten eier store aktører som Statnett og Statkraft.

Figur 17: Bokført egenkapital i norsk næringsliv i 2015 (eksklusive finanssektoren) fordelt på ulike næringer og eiertyper.
Kilde: Menon



¹⁴ Her må vi også legge til at registerdataene ikke dekker bønder og fiskere som opererer som enkeltmannsforetak. Dersom disse hadde vært med hadde andelen personlig eierskap vært enda høyere.

¹⁵ Utenlandske aktører har også betydelige eierandeler i form av NUFer som ikke er inkludert i dette datasettet.



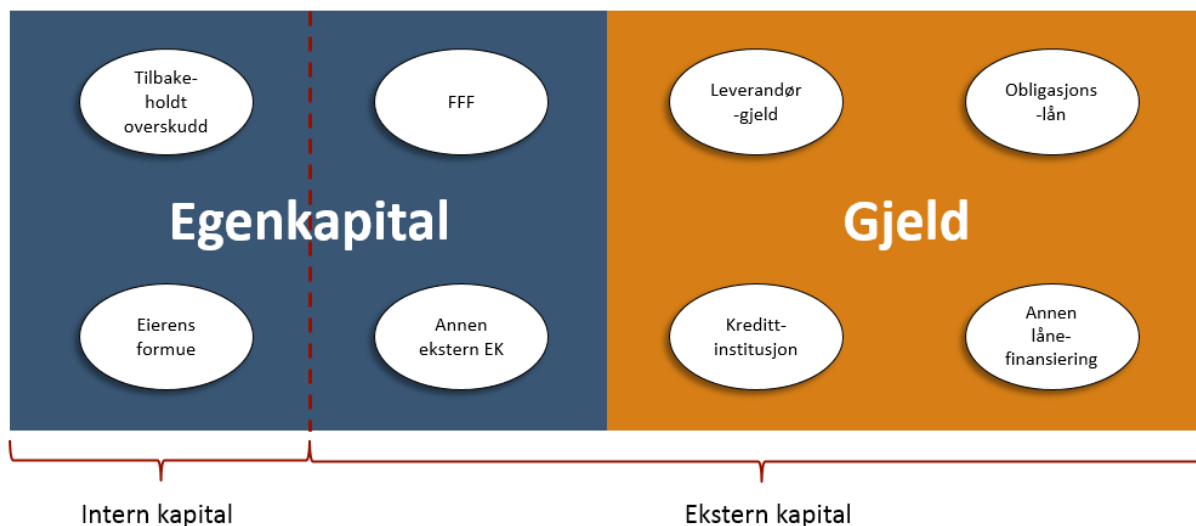
I bygg- og anleggsnæringen ser vi en dominans av personlige aktører, og en liten andel offentlige eiere. Her har de selveide organisasjonene en relativt stor eierandel med 11 prosent. Dette skyldes i stor grad at OBOS selv hører hjemme i denne næringen, men også OBOS eiendeler i andre aktører som Veidekke og AF Gruppen. Varehandel, transport og turisme er også en næring dominert av personlige eiere, men med et solid innslag av utenlandske eiere. Det skyldes blant annet Couche-Tard Inc.-eide Circle K, men også utenlandske eierandeler i flere rederier, blant annet Siem Offshore AS som er eid av utenlandsregistrerte Siem Offshore Inc.

IKT-næringen har et relativt spredt eierskap, hvor utenlandske eiere er den største kategorien med 34 prosent. Næringen har børsnoterte lokomotiver som Telenor og Schibstedt, som også gjenspeiler tilstedeværelsen av alle eiertyperne, men et noe lavere innslag av personlig eierskap. Innen Faglig og forretningsmessig tjenesteyting er eierskapet relativt likt fordelt mellom utenlandske og norske personlige eiere, med om lag en tredjedel hver, men også et betydelig innslag av stiftelser, som for eksempel DNV GL. Innen eiendom er norsk personlig eierskap dominerende, dette er også den sektoren med høyest bokført egenkapital. At det utenlandske eierskapet er lavt her er nok både knyttet til at eiendom tradisjonelt er et skattemessig gunstig investeringsobjekt, i tillegg til at dette er en sektor hvor norske investorer lettere kan finansiere vekst gjennom lånekapital uten å være avhengig av eksterne egenkapitalinvestorer (herunder utenlandske). Dette ser vi også nærmere på i neste kapittel, hvor vi går nærmere inn på eierkonsentrasjonene i norsk næringsliv. Når det gjelder Tjenesteytende næringer ellers så ser vi at selveidende organisasjoner er den dominerende eierformen. Dette knytter seg til at de største «bedriftene» her er medlemsorganisasjoner som LO og NHO.

4 Emisjoner fordelt på investortyper

Hittil har vi analysert egenkapitalemisjoner generelt, uten å skille mellom hvem som står bak emisjonene. I dette kapitlet går vi nærmere inn på hvor den nye egenkapitalen kommer fra. Berger og Udell (1998) angir et konseptuelt rammeverk som predikerer en bedrifts kapitalstruktur avhengig av utviklingsfase og næring (financial growth cycle). Rammeverket er opprinnelig myntet på SMBer, men er også egnet til å studere større foretak. Figuren nedenfor er en overordnet gjengivelse av deres inndeling.

Figur 18: Oversikt over ulike finansieringskilder. Kilde: Berger og Udell (1998) og Menon



I figuren ovenfor gjøres en konseptuell inndeling mellom 1) egenkapital og gjeld og 2) intern kapital og ekstern kapital. Når vi analyserer egenkapitalemisjoner ser vi på alle egenkapitalkilder innenfor den grønt skraverte boksen, med unntak av tilbakeholdt overskudd. Her skiller det mellom tre typer innskutt egenkapital: Eierens formue (eksisterende eiere), venner og familie (FFF) og annen ekstern egenkapital.

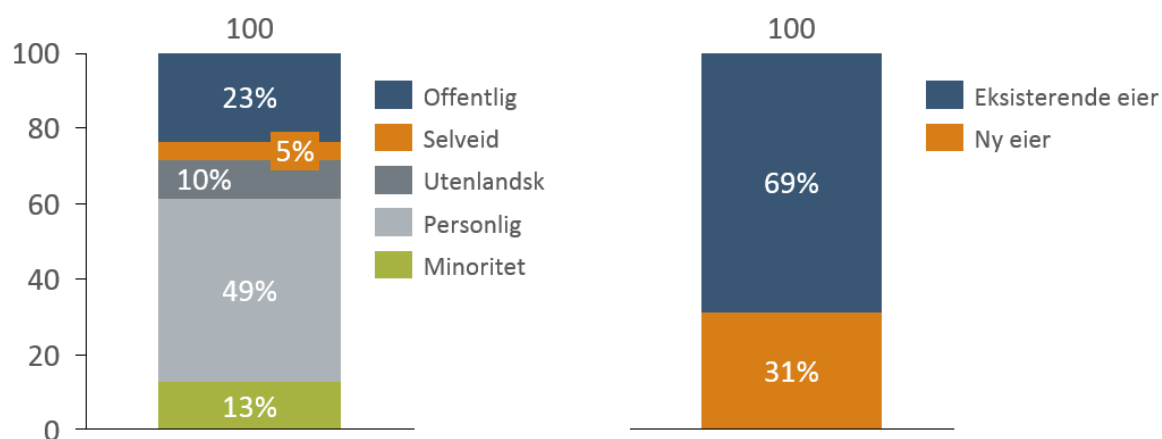
Et sentralt skille som vi analyserer i dette delkapitlet er nettopp i hvilken grad det er de eksisterende eierne som skyter inn mer kapital, eller om det også er nye aksjonærer som er med i emisjonen. Inkludering av nye aksjonærer innebærer en utvanning av det eksisterende eierskapet, noe som gjør at usikkerheten rundt verdien av aksjene har mye større betydning. I henhold til Myers og Majluf (1984) sin hakkeordensteori vil sistnevnte være en dyrere finansieringsform for eksisterende aksjonærer. Her spiller imidlertid markedforholdene en stor rolle, og flere har pekt på at det gjennomføres flere emisjoner i perioder med gunstige konjunkturelle forhold hvor utsiktene til selskapenes fremtidige inntjening er gode.

Videre er vi opptatt av å analysere hvilke eiere som står bak emisjonene, enten det er i form av intern eller ekstern egenkapital. Her skiller vi overordnet mellom om eierskapet og emisjonen er gjennomført av norsk personlig kapital, om det er offentlig, utenlandsk eller om det er selveid kapital. I hvilken grad visse eiertyper er over- eller underrepresentert i forbindelse med innhenting av ny kapital kan fortelle oss noe om hvor i økonomien vi kan forvente imperfeksjoner i kapitalmarkedene. Videre gjennomfører vi også separate analyser hvor vi går nærmere inn på omfanget av profesjonelle private equity fond og corporate venture aktører.

4.1 Emisjoner fra ulike eierkategorier

Figur 19 nedenfor viser hvordan emisjonskapitalen som ble tilført norsk næringsliv i fireårsperioden 2012 til 2015 fordeler seg på ulike eiertyper. Av de totale 100 milliardene som er fanget opp av egenkapitalemisjoner utenfor børs er det private norske eiere som har tilført mest egenkapital av eiertypene, med nærmere 50 prosent. Tar man i tillegg høyde for at også en god del av minoritetspostene er norske private investorer, så står norske personlige eiere trolig bak halvparten av emisjonsvolumet i norsk næringsliv i perioden. Det offentlige er den nest største eiergruppen med i overkant av 20 prosent av emisjonskapitalen. En god del av dette knytter seg til store enkeltemisjoner i eksempelvis Statnett og Statkraft, samtidig står også det offentlige bak investeringselskapet Investinor som har vært involvert i en rekke emisjoner i vekstselskap i perioden. Utenlandske eiere har en mindre andel av emisjonsmarkedet, med kun 10 prosent av emisjonskapitalen utenfor børs. Her er det imidlertid viktig å påpeke at emisjoner i datterselskap av utenlandske konsern ikke er med i emisjonsstatistikken (se tekstboks 1 i avsnitt 2.2 for nærmere om metode). Grunnen til at disse ikke er med i statistikken er fordi det ikke er mulig å skille emisjoner fra konserninterne restruktureringer for disse selskapene. Utenlandske eiere er derfor trolig underrepresentert i denne statistikken i forhold til deres reelle andel av emisjonsmarkedet. I tillegg viser tallene våre at den utenlandske andelen stiger når børselskaper inkluderes.

Figur 19: Egenkapitalemisjoner utenfor børs i norsk næringsliv (eksklusive finanssektoren) i perioden 2012-2015 fordelt etter henholdsvis eiertype (til venstre) og nye og eksisterende aksjonærer (til høyre), milliarder kroner. Kilde: Menon



Søylen til høyre i figuren ovenfor viser at eksisterende eiere har stått for om lag 70 av emisjonskapitalen i perioden, mens nye eksterne eiere har stått for en tredjedel. I tekstboks 4 nedenfor beskriver vi metoden som er anvendt for å identifisere hvilke eiere som bidrar med egenkapital i aksjeemisjoner.

Boks 4. Metode for å identifisere hvilke investorer som bidrar med egenkapital i forbindelse med aksjeemisjoner:

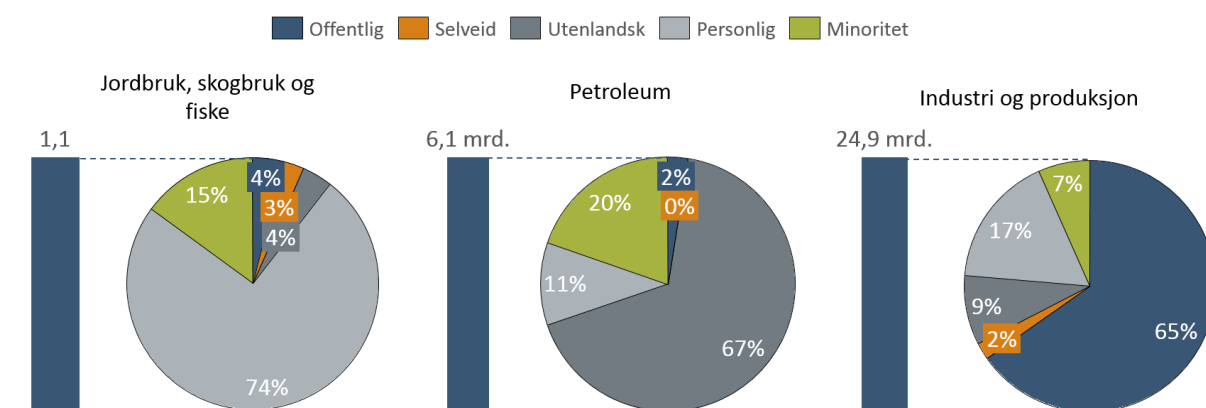
Ved å koble sammen regnskapsdatabasen med eierskapsdatabasen, kan vi i stor grad identifisere hvilke investorer som er involvert i de ulike emisjonene, og hvor mye disse bidrar med. Dette gjøres i flere steg:

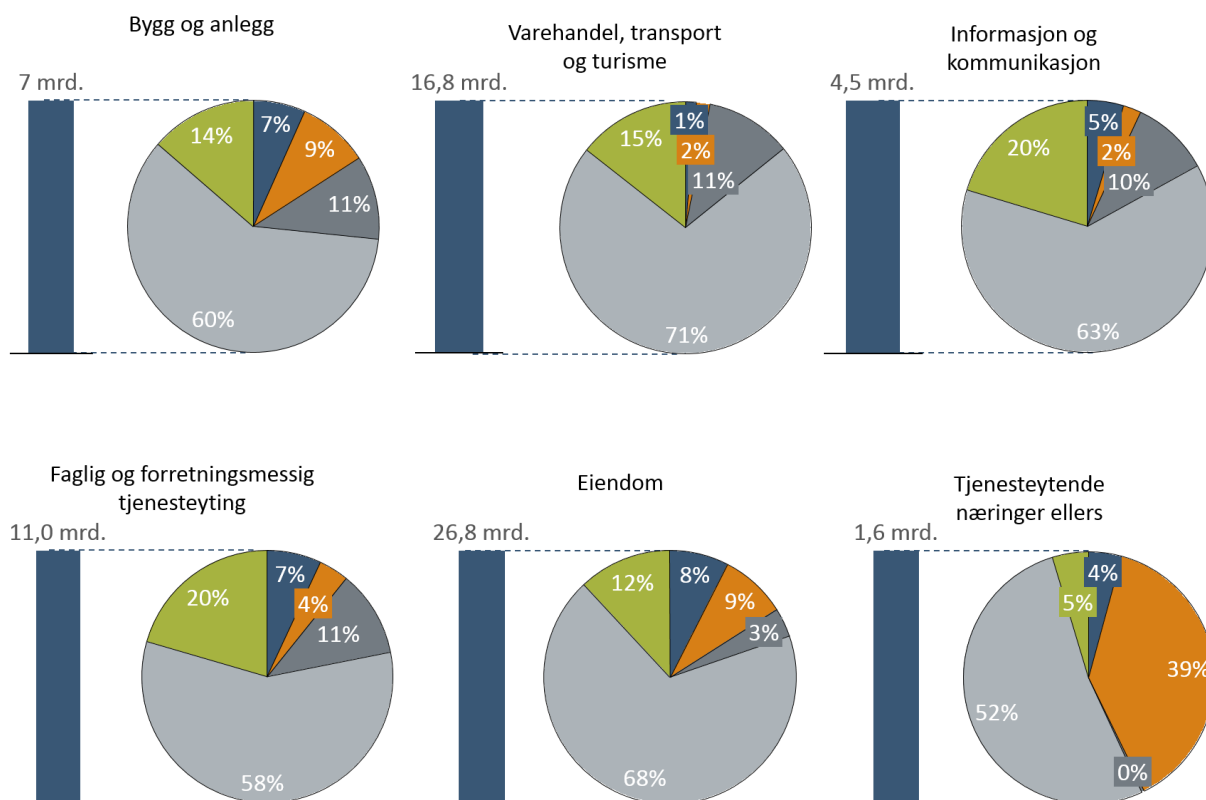
1. Først estimerer vi hvor mye av selskapet som har blitt utstedt i emisjon det siste året ved å se på endring i aksjekapitalen. Aksjekapitalen handles til pålydende, slik at eksempelvis en økning i aksjekapital fra 30 000 til 40 000 kroner tyder på at 25 prosent av selskapet ved årsslutt har vært emittert i løpet av året.
2. Endring i eierandel fra året for de ulike investorene indikerer hvor stor del av emisjonen de bidro til. Her utelukker vi endringer i eierandel som overgår andelen av selskapet som ble utstedt, ettersom dette må skyldes kjøp av aksjer fra eksisterende eiere som går utenpå selve emisjonen.
3. De ulike investorenes bidrag i kronebeløp estimeres ved å måle investorens andel av emisjonen opp mot endringen i overkursfondet.

4.2 Kapital fra ulike eierkategorier i ulike næringer

Figur 20 viser hvordan emisjonskapitalen utenfor børs er fordelt på eiertyper for ulike næringer. Personlige norske eiere er den dominerende investoren i mange av næringene, men særlig innen eiendom og tjenesteytende næringer som bygg og anlegg, varehandel, transport og turisme og faglig og forretningsmessig tjenesteyting. Innen jordbruk, skogbruk og fiske er emisjonskapitalen jevnt fordelt mellom offentlige, norsk personlige og utenlandske investorer. Innen petroleum er det de utenlandske eierne som dominerer statistikken, mens innen industri og produksjon er det det offentlige som har skutt inn mest egenkapital. Fordelingen av emisjonskapital reflekterer da også størrelsen på de ulike eierkategoriernes eierskap i næringen (se figur 19 ovenfor).

Figur 20: Emisjoner i ulike næringer i perioden 2012 til 2015, fordelt på eiertyper. Kilde: Menon

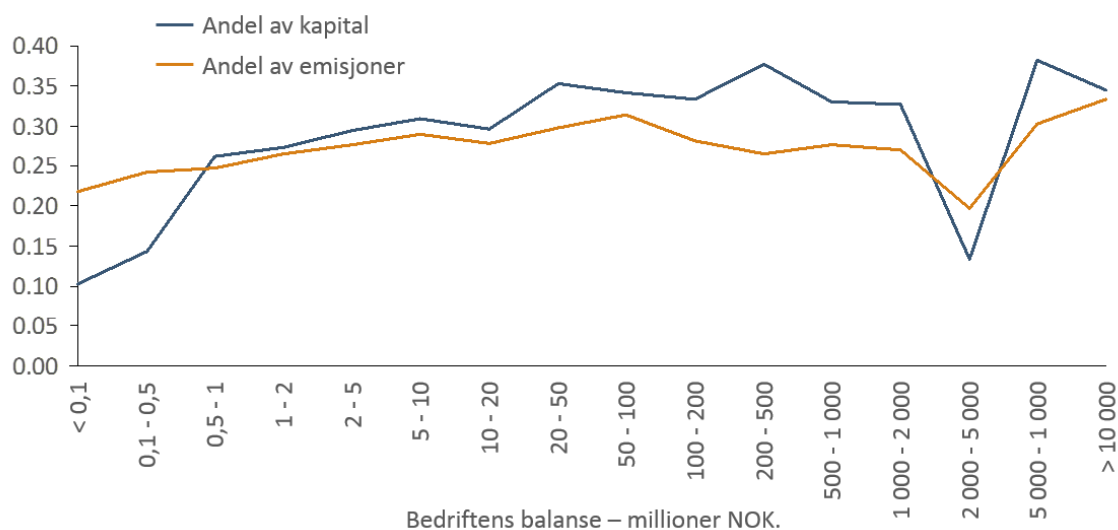




4.3 Tilgang til nye investorer

Vi har videre sett på hvordan tilgangen til egenkapital fra nye investorer varierer for ulike bedriftsstørrelser. Det er naturlig å tenke at små bedrifter i større grad er avhengig av kapital fra eksisterende investorer. Figur 21 nedenfor viser hhv. andelen av emisjoner og andelen av emisjonskapitalen som kommer fra eksterne investorer. Figuren viser at andelen av emisjonskapitalen fra nye investorer er minst for de bedriftene som i utgangspunktet har balanser på under en halv million kroner.

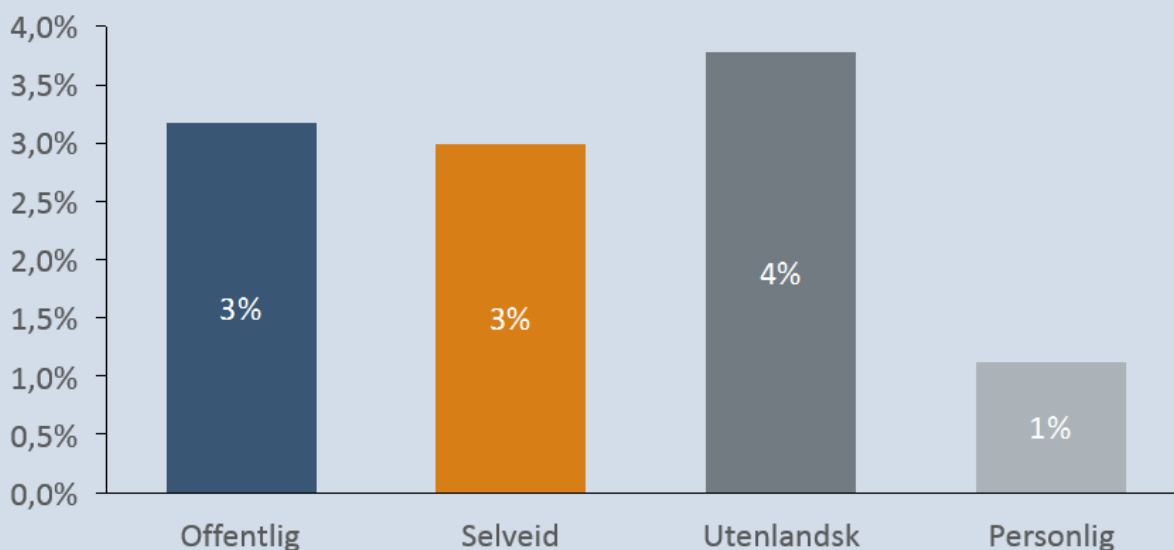
Figur 21: Andel emisjoner og andel av emisjonskapital fra nye investorer for selskapet fordelt på bedriftens størrelse (målt ved sum eiendeler), 2012-2015. Kilde: Menon



Tidligere har vi vist at kun et fåtall av emisjonene på over 100 000 kroner er blant disse bedriftene (se figur 11 ovenfor). Figur 21 viser at cirka én av fire emisjoner involverer nye investorer for selskapet, uavhengig av selskapets størrelse. Andelen av kapitalen som kommer fra nye investorer er jevnt over noe høyere, noe som forteller oss at emisjonene som involverer nye aksjonærer for selskapet er jevnt over høyere. Dette resultatet er naturlig ettersom emisjoner ofte betraktes som et nødvendig onde, og dersom emisjonene er små er det mindre behov for også å inkludere eksterne investorer.

Boks 5. Hvilken eiertype stimulerer mest til emisjoner?

Et interessant spørsmål er i hvilken grad eierstrukturen påvirker sannsynligheten for at et foretak henter inn kapital gjennom emisjoner. Basert på perioden 2012 til 2015 viser figuren nedenfor at selskaper hvor den største aksjonæren er offentlig eller utenlandsk, eller selskaper som enten er selveid, eller har en selveiende bedrift som hovedaksjonær, har tre til fire ganger så stor sannsynlighet for å gjennomføre en emisjon som foretak hvor én norsk personlig eier dominerer.



I stor grad vil man forvente at dette mønsteret kun skyldes at offentlige og utenlandske eiere typisk er i større selskap. For å undersøke nærmere har vi gjort en enkel regresjon hvor avhengig variabel er en dummy for om selskapet har gjennomført en emisjon, men hvor vi også kontrollerer for foretakets størrelse og nærings-tilknytning. Dataene i regresjonen er behandlet som et tverrsnitt, og er basert på observasjoner fra bedrifts-populasjonen for hvert av årene 2012 til 2015.

Resultatene er presentert i tabellen nedenfor. Kolonnen lengst til venstre representerer en modell uten å kontrollere for hverken størrelse eller næring. Denne regresjonen tilsvarer gjennomsnittsbetraktningene i figuren ovenfor. Konstanten tilsvarer andelen av foretak hvor største eier er norsk personlig som gjennomfører en emisjon i hvert enkelt år. Verdien på konstanten er 1,1 prosent, som tilsvarer gjennomsnittlig antall regresjoner i bedrifter hvor en personlig eier er største eier. Tolkningen av de andre estimatene er sannsynligheten for emisjon relativt til om bedriften hadde hatt en norsk personlig eier. Eksempelvis er sannsynligheten for emisjoner 2,1 prosentpoeng høyere blant foretak hvor største eier er offentlig.

I kolonne 2 presenterer vi en regresjon hvor vi også kontrollerer for størrelse, i form av sum eiendeler. Vi har sett tidligere at emisjoner er mer vanlig for større bedrifter, og noen eiertyper er trolig overrepresentert i store

bedrifter. Resultatet viser også tydelig at det er en positiv sammenheng mellom sannsynligheten for en emisjon og bedriftens størrelse. Tolkningen av koeffisienten er at én bedrift som er 1 prosent større enn en annen har 0,4 prosents større sannsynlighet for å gjennomføre en emisjon. Ved å kontrollere for bedriftsstørrelse ser vi at estimatene for om eiergruppene har større sannsynlighet for å få gjennomført en emisjon enn personlige norske eiere reduseres. Forskjellene er imidlertid fortsatt statistisk signifikante.

Det er imidlertid mulig at noen eiertyper er mer vanlig i næringer hvor emisjoner er mer vanlig. I den siste kolonnen inkluderer vi derfor også dummyvariabler som kontrollerer for næring. Selv når vi kontrollerer for bedriftsstørrelse og næring er sannsynligheten for en egenkapitalemisjon i foretak hvor største eier er norsk personlig om lag 1,5 prosentpoeng lavere enn blant foretak hvor største eier er offentlig, utenlandsk eller selskapet er selveid.

Tabell. Regresjonsanalyse av sannsynlighet for egenkapitalemisjon blant norske foretak, 2012-2015. Sammenligningen er foretak hvor største eier er norsk personlig.

	Emisjon	Emisjon	Emisjon
Største eier offentlig	0.0206*** (0.00154)	0.0129*** (0.00154)	0.0121*** (0.00155)
Største eier stiftelse	0.0187*** (0.00160)	0.0149*** (0.00160)	0.0150*** (0.00160)
Største eier utenlandsk	0.0265*** (0.00132)	0.0195*** (0.00133)	0.0164*** (0.00133)
Log eiendeler		0.00482*** (8.07e-05)	0.00522*** (8.41e-05)
Konstant	0.0112*** (0.000162)	-0.0254*** (0.000633)	-0.0261*** (0.00146)
Observasjoner	654,309	647,711	645,072
Antall bedrifter	213,746	212,250	211,244
Kontrollert for næring			Ja

Stjernene angir at estimatet er signifikant forskjellig fra null innenfor et: *90 % konfidensintervall, **95 % konfidensintervall og ***99 % konfidensintervall.

Den enkle regresjonsmodellen ovenfor avdekker noen interessante sammenhenger mellom eierskap og egenkapitalemisjoner. Hvorvidt forskjellene skyldes vilje eller om det skyldes evne til å hente inn kapital gjennom emisjoner er imidlertid fortsatt uklart. I snitt forventer vi at utenlandske og offentlige eiere er mer kapitalsterke enn norske personlige eiere. Det kan derfor være at det vil være lettere for disse eierne å hente inn mer kapital gjennom interne emisjoner blant eksisterende eiere, enn det som er tilfellet for norsk personlige eiere. En interessant videre analyse vil derfor være å se om det fortsatt er forskjeller i emisjonshyppighet når det gjelder egenkapitalemisjoner som involverer nye eksterne eiere.

Videre har vi gjort en tilsvarende analyse for hvilken eierkategori som har størst sannsynlighet for å gjennomføre en emisjon som involverer nye investorer. Resultatene viser mange av de samme trekkene som regresjonene ovenfor, selv om forskjellene jevnt over er litt mindre. Når vi ikke kontrollerer for noe annet, ser vi at det er lavest sannsynlighet for å gjennomføre en emisjon som involverer nye investorer dersom en personlig eier er største eier. Også her er sannsynligheten størst dersom den største eieren er utenlandsk. Dersom vi inkluderer kontrollvariabler endrer bildet seg noe. Modell 3, som inkluderer alle kontrollvariablene ovenfor, viser at sannsynligheten er størst for å gjennomføre en emisjon som involverer nye investorer dersom

den største eieren er en selveid organisasjon, når vi kontrollerer for forskjeller i bedriftsstørrelse og næringsinndeling.

Tabell. Regresjonsanalyse av sannsynlighet for egenkapitalemisjon som involverer nye blant norske foretak, 2012-2015. Sammenligningen er foretak hvor største eier er norsk personlig.

	Modell 1	Modell 2	Modell 3
Største eier offentlig	0.0118*** (0.00128)	0.00591*** (0.00129)	0.00549*** (0.00129)
Største eier stiftelse	0.00903*** (0.00150)	0.00692*** (0.00149)	0.00693*** (0.00149)
Største eier utenlandsk	0.0126*** (0.00120)	0.00618*** (0.00121)	0.00374*** (0.00121)
Log eiendeler		-0.00193*** (0.000382)	-0.00136*** (0.000383)
Konstant	0.00466*** (0.000152)	0.00224 (0.00153)	-0.00230 (0.00189)
Observasjoner	397,147	395,845	395,606
Antall bedrifter	137,409	137,063	136,958
Kontrollert for næring			Ja

4.4 Kapital fra private equity fond og corporate venture

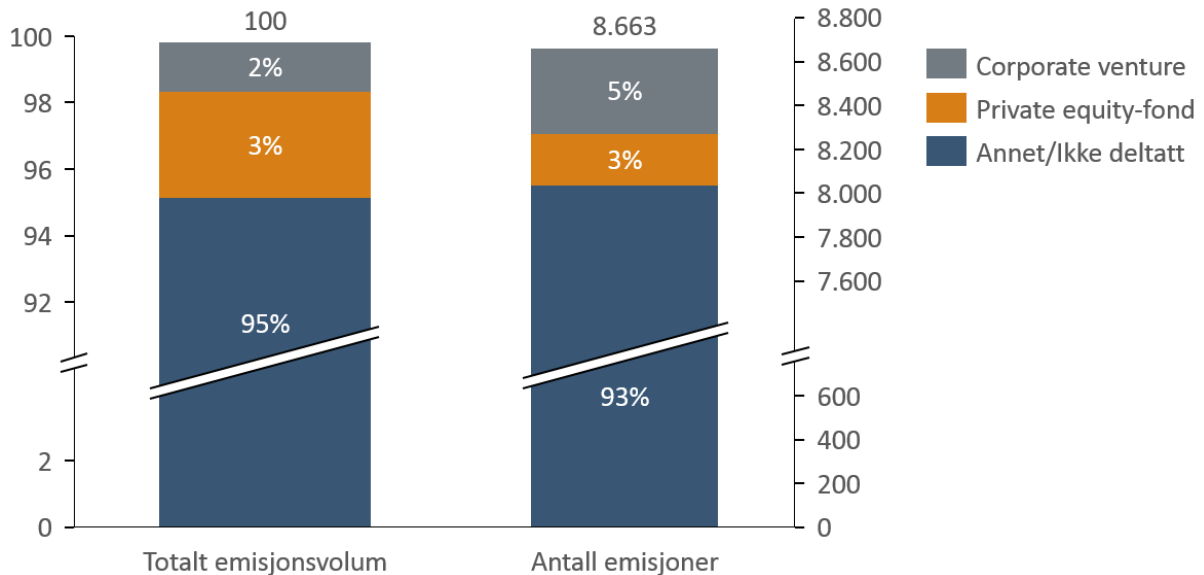
I analysene ovenfor har vi studert emisjoner tilknyttet ulike «ultimate eiere». Eierskap kan imidlertid ta mange former, og når privatpersoner investerer kan det ofte være gjennom investeringsfond eller bedrifter som har profesjonaliserte forvaltere som står bak investeringsbeslutningene. Begrepet private equity fond brukes om investeringsfond som investerer i unoterte selskap (eventuelt kjøper opp noterte foretak og tar de av børns) for deretter å være med å videreutvikle disse selskapene i en tidsavgrenset periode på 3 til 10 år. Venturekapitalfond er en undergruppe av private equity, og omfatter investeringsfond som retter seg mot unge unoterte selskap med forventet vekstpotensial. Statistikken nedenfor inkluderer emisjoner fra alle typer private equity fond, fra tidligfase venture fond til store oppkjøpsfond (buyout fond). Oppkjøpsfondene får imidlertid normalt eierskap gjennom å kjøpe aksjer fra eksisterende eiere, og emisjonsstatistikken vil derfor domineres av venturekapitalfondene. Venturefondene investerer hovedsakelig i vekstselskap gjennom å skyte inn kapital i bytte mot minoritetsandeler i selskapet, og er således å betrakte som profesjonelle emisjonsaktører.

Figur 22 under viser hhv. andelen av emisjonskapitalen og andelen av antall emisjoner som har kommet fra private equity fond eller corporate venture kapital. Både i volum og antall utgjør private equity om lag 3 prosent av emisjonsmarkedet, med om lag 60 emisjoner i ulike foretak hvert år i fireårsperioden 2012 til 2015.¹⁶ Dette

¹⁶ Statistikken er sammenlignbar med «markets» statistikken for tidligfaseinvesteringer, dvs. venturekapital og såkornfond, som Menon presenterer på oppdrag for Norsk venturekapital og private equity forening (NVCA). Samtidig er det flere kilder til forskjeller mellom statistikkene. Statistikken for NVCA teller antall emisjoner i løpet av et år, mens her teller vi antall selskaper som har hatt emisjoner. Sistnevnte er et betydelig lavere antall ettersom et venturefond kan gjennomføre flere emisjoner i et selskap gjennom et kalenderår, og fordi flere venturefond kan delta i de samme

kan synes som et relativt lavt antall, her må man imidlertid ha i bakhodet at disse emisjonene i hovedsak er gjennomført blant et strengt selekterte utvalg av teknologibedrifter som har et stort forventet vekstpotensial. Samtidig vet vi også at det har vært betydelig mindre kapital tilgjengelig i norske venturekapitalmiljøer i denne perioden sammenlignet med det det var rundt midten av 2000-tallet.

Figur 22: Totalt volum og antall emisjoner, emisjoner med private equity fond og emisjoner med corporate venture capital, 2012-2015. Kilde: Menon



Vi har også gjort et forsøk på å kartlegge såkalte corporate venturekapitalinvesteringer. Corporate venture er kjennetegnet ved at større industrielle aktører går inn med egenkapital i små innovative foretak. Vår operasjonelle definisjon av corporate venture er at eieren er en bedrift med 100 millioner kroner eller mer i omsetning (ikke finansierings- eller eiendomsselskap), og at bedriften har en eierandel på mindre enn 50 prosent i minst én bedrift som har fått skattefradragfinansiering gjennom Skattefunnordningen. Kravene er tenkt å reflektere at foretaket er stort (100 millioner i omsetning), at det er industrielt (ikke finans eller eiendom) og at det investerer i innovative selskaper som utvikler en ny eller bedre vare, tjeneste eller produksjonsprosess (Skattefunn). Videre har vi lagt på kravet om eierandel på mindre enn 50 prosent for å skille disse investeringene fra investeringer i datterselskaper som er en integrert del av konsernet. Basert på disse kriteriene har vi identifisert en gruppe bedrifter som er med på i overkant av 100 emisjoner i året, hvilket tilsvarer om lag 5 prosent av antall emisjoner som gjennomføres hvert år og 2 prosent av volumet.

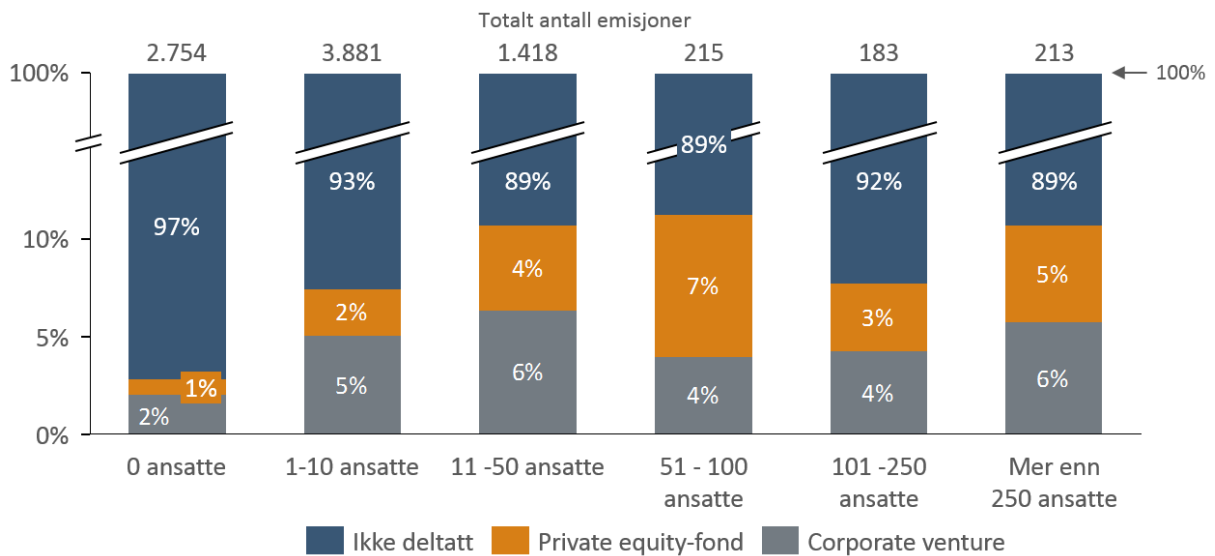
Figur 22 ovenfor viser at emisjonskapitalen fra private equity fond og corporate venture til sammen utgjør om lag 5 prosent av totalvolumet i årene 2012 til 2015. Vi har sett tidligere at omlag 70 prosent av emisjonskapitalen utenfor børs hentes inn blant et fåtall av større selskap som allerede har en balanse på 50 millioner eller mer. At andelen ventureemisjoner målt i volum er relativt liten er derfor som forventet ettersom dette er emisjoner i mindre vekstselskap. Samtidig må man ikke blande emisjonskapitalen med det totale markedet for private

emisjonene. Videre inkluderer investeringsstatistikken for NVCA også tilfeller der fondene bidrar til kapital i porteføljebedriftene gjennom lån. For øvrig er det tillitsvekkende at de to statistikkene har god «match» både i antall og volum da de er basert på to ulike kilder. Mens statistikken som Menon fremstiller på oppdrag for NVCA er basert på forvalternes innrapporterte investeringer, er statistikken som er presentert her basert på den registerbaserte emisjonsstatistikken.

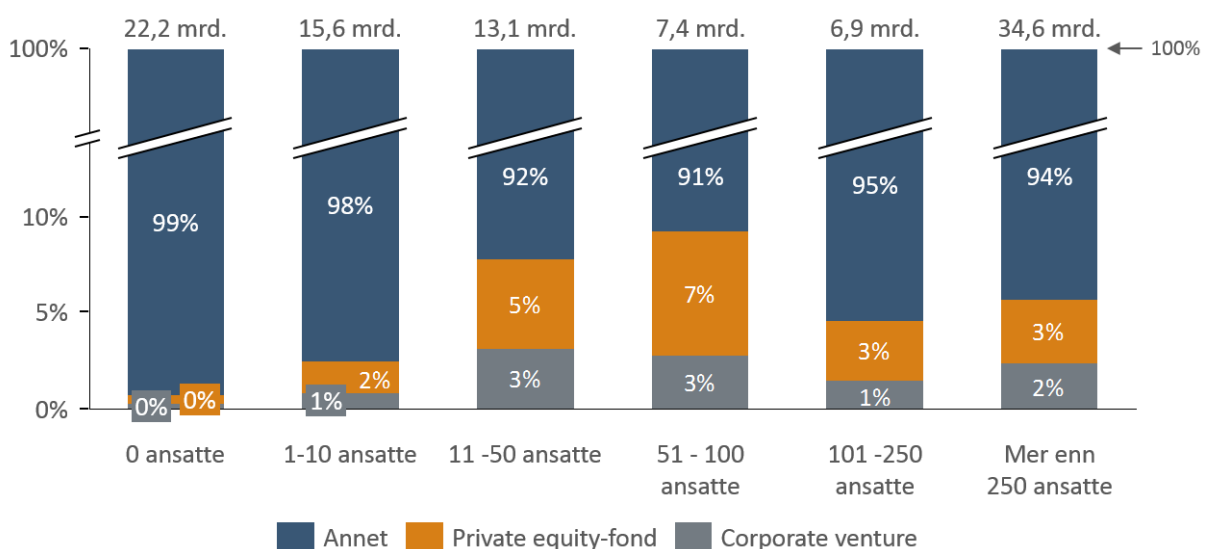
equity-investeringer hvilket årlig tilsvarer 30-50 prosent av emisjonsmarkedet utenfor børs, men som også inkluderer eierskifter med store oppkjøpsfond i ryggen.

I figur 23 og figur 24 nedenfor ser vi på private equity fond og corporate venture fond sin andel av henholdsvis antall emisjoner og totalt emisjonsvolum fordelt på ulike størrelseskategorier av bedrifter. Figurene viser at private equity fondene spiller relativt sett den viktigste rollen for bedrifter med 10 til 100 ansatte, mens bedriftene vi har identifisert som corporate venture aktører er relativt jevnt fordelt blant alle selskapsstørrelser.

Figur 23: Andel av totalt antall emisjoner utenfor børs fra private equity fond og corporate venture fordelt på bedriftsstørrelse. Kilde: Menon



Figur 24: Andel av totalt emisjonskapital utenfor børs fra private equity og corporate venture fordelt på bedriftsstørrelse. Kilde: Menon



5 Analyse av samvariasjon mellom emisjoner og gjeld

Hva som påvirker kapitalstrukturen til foretak, og i hvilken grad foretak velger å finansiere seg med egenkapital eller gjeld er et sentralt spørsmål i forståelsen av hvordan kapitalmarkedene fungerer. Bedrifter utgjør en svært heterogen masse av aktører, og det er ingen klar konsensus fra den empiriske litteraturen om hvilke teorier som forklarer de observerte kapitalstrukturene best. Hittil i analysen har vi fokusert ensidig på egenkapitalemisjoner. Det er imidlertid også interessant å se sammenhengen mellom innhenting av ny egenkapital og selskapenes gjeld. Er det slik egenkapital og gjeld i stor grad er substitutter, eller er det komplementære finansieringskilder i form av at bedriften søker å ha en stabil kapitalstruktur over tid?

Basert på kartleggingen av emisjoner beskrevet ovenfor har vi et unikt mikrodasett som gjør oss i stand til å se på sammenhengen mellom endringer i rentebærende gjeld og emisjoner blant alle norske foretak i perioden 2012 til 2015. Tabell 3 nedenfor viser resultatene fra estimeringen av en random effects modell.¹⁷ Til sammen representerer tabellen estimeringen av fire ulike variasjoner av en enkel dummyvariabel-modell som estimerer korrelasjonen mellom at et foretak gjennomfører en emisjon i inneværende år, eller året før, og sannsynligheten for at det samme foretak øker sin rentebærende gjeld.¹⁸ Vi ser det som naturlig at modellen er spesifisert på denne måten, ettersom det er mindre trolig at sammenhengen går fra at selskapet øker sin rentebærende gjeld til at bedriften gjennomfører en emisjon.

Tabell 3: Resultater fra regresjonsanalyse: Sammenheng mellom økt rentebærende gjeld og emisjoner. Kilde: Menon Economics

Økt rentebærende gjeld	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
Emisjon samme eller forrige år	0.0954*** (0.00287)	0.164*** (0.00436)	0.0833*** (0.00411)	0.118*** (0.00582)
Log eiendeler			0.0295*** (0.000124)	0.0269*** (0.000124)
Negativt resultat året før og emisjon				-0.127*** (0.00804)
Negativt resultat året før				0.140*** (0.00122)
Konstant	0.0984*** (0.000393)	0.166*** (0.000563)	-0.00109 (0.000872)	-0.0146*** (0.000857)
Antall observasjoner	930,246	539,664	539,664	539,664
Antall unike bedrifter	310,082	218,657	218,657	218,657
Har gjeld		Ja	Ja	Ja

¹⁷ Vi har også testet en modell med faste effekter, noe som kvalitativt sett gir svært lignende og statistisk signifikante resultater. Til tross for at det er flere potensielle forklaringsvariabler som er utelatt fra vår modell, har vi likevel valgt å ikke presentere resultatene fra en modell med faste effekter. Hovedgrunnen til dette er at vi har svært korte tidsserier, i praksis 3 år, hvilket vi anser som for kort til å få troverdige estimater for sammenhengen mellom emisjoner (som inntreffer sjeldent) og rentebærende gjeld basert kun på variasjonen innad i hvert enkelt selskap over tid (within variasjon).

¹⁸ Rentebærende gjeld er beregnet basert på foretaks balanseregnskap, og inkluderer summen av langsiktig og kortsiktig lån fra kredittinstitusjon, obligasjons- og sertifikatlån, konserngjeld, samt konvertible og ansvarlige lån.

Stjernene angir at estimatet er signifikant forskjellig fra null innenfor et: *90% konfidensintervall, **95% konfidensintervall og ***99% konfidensintervall.

Kolonnen lengst til venstre, modell 1, representerer den enkleste modellen hvor vi kun inkluderer emisjoner som forklaringsvariabel, og hvor alle bedriftene som vi har kartlagt er med i regresjonen (totalt 310 082 foretak). Konstanten i regresjonen kan tolkes som at i snitt er det 10 prosent av foretakene i populasjonen som øker sin rentebærende gjeld i et gitt år. Videre ser vi at dersom foretak gjennomførte en emisjon i det samme året, eller året før, så doubles sannsynligheten for at foretaket også øker sin rentebærende gjeld. Dette estimatet er statistisk signifikant forskjellig fra null, og tolkningen er at blant foretakene som har gjennomført en emisjon er det om lag 20 prosent (9,8 % + 9,5 %) som øker sin rentebærende gjeld i samme år, eller året etter. Dette resultatet viser at for mange foretak er ekstern egenkapital og gjeld komplementære finansieringskilder.

Mange bedrifter er ikke i markedet for rentebærende gjeld. Enten fordi de ikke anses som kredittverdige av banken, eller fordi de på dette tidspunktet ikke ønsker risikoen som gjeldsfinansiering innebærer. Vår hypotese er at bedrifter som allerede er «i markedet» for gjeld, og som allerede har etablert en kredittforbindelse, er mer tilbøyelige til å ta opp mer rentebærende gjeld i forbindelse med en emisjon. Modell 2 er den samme regresjonsmodellen som i modell 1, men her har vi utelukket alle foretak som ikke har rentebærende gjeld på balansen. Basert på dette kriteriet sitter vi igjen med et utvalg på om lag to tredjedeler av de opprinnelige bedriftene. Resultatet fra denne regresjonen viser at når vi kun analyserer bedriftene som allerede har gjeld så er det i snitt 17 prosent av disse som øker sin gjeld, selv om de ikke har gjennomført en emisjon. Dersom bedriften har gjennomført en emisjon øker imidlertid denne sannsynligheten til det dobbelte. Av bedriftene som hadde gjeld fra før og som gjennomfører en emisjon er det altså 35 prosent som øker sin rentebærende gjeld samme år, eller året etter.

I modell 3 inkluderer vi størrelsen på bedriftens balanse som en forklaringsvariabel for at bedriften øker sin rentebærende gjeld. Størrelsen på bedriftens balanse, og dermed muligheten for kreditor å ta pant i eiendeler, har trolig en positiv sammenheng med sannsynligheten for å få lånefinansiering. Samtidig har vi sett fra tidligere analyser i rapporten at det også er en positiv sammenheng mellom hvor stor en bedrift er og hvor sannsynlig det er at bedriften vil gjennomføre en emisjon. Vi introduserer altså en kontrollvariabel som er positivt korrelert med vår forklaringsvariabel. Dette innebærer vi har multikollinearitet i modellen, hvilket innebærer en risiko for at man får ustabile og ikke-signifikante estimater, til tross for at sammenhengene er reelle. I tråd med forventningene, viser regresjonsanalysen at størrelsen på foretakets balanse har en statistisk signifikant positiv innvirkning på at foretaket øker sin rentebærende gjeld. Ved å kontrollere for bedriftens størrelse i modellen så halveres størrelsen på samvariasjonen mellom emisjoner og økning i rentebærende gjeld. Sammenhengen mellom egenkapitalemisjoner og økning i rentebærende gjeld er imidlertid fortsatt statistisk signifikant.

I visse tilfeller så gjennomfører bedrifter egenkapitalemisjoner fordi de har utfordringer med likviditeten. I modell 4 kontrollerer vi for at det gjennomføres en emisjon gitt at selskapet hadde negativt driftsresultat året før. Ved å kontrollere for denne typen emisjoner ser vi at sannsynligheten for at et foretak øker sin rentebærende gjeld i forbindelse med øvrige (ikke likviditetsmotiverte emisjoner) øker fra 8 prosent til nærmere 12 prosent. Særlig interessant er det imidlertid å se at sannsynlighet for at foretaket øker sin rentebærende gjeld øker med 14 prosent gitt at foretaket hadde negativt driftsresultat året før. Dersom foretaket både hadde negativt driftsresultat og gjennomførte en emisjon året før, så reduserer dette sannsynligheten tilsvarende for at selskapet øker sin rentebærende gjeld. Dette resultatet er en tydelig indikasjon på at i forbindelse med likviditetsutfordringer fungerer kapital innhentet gjennom henholdsvis emisjoner og rentebærende gjeld som substitutter for bedriftene.

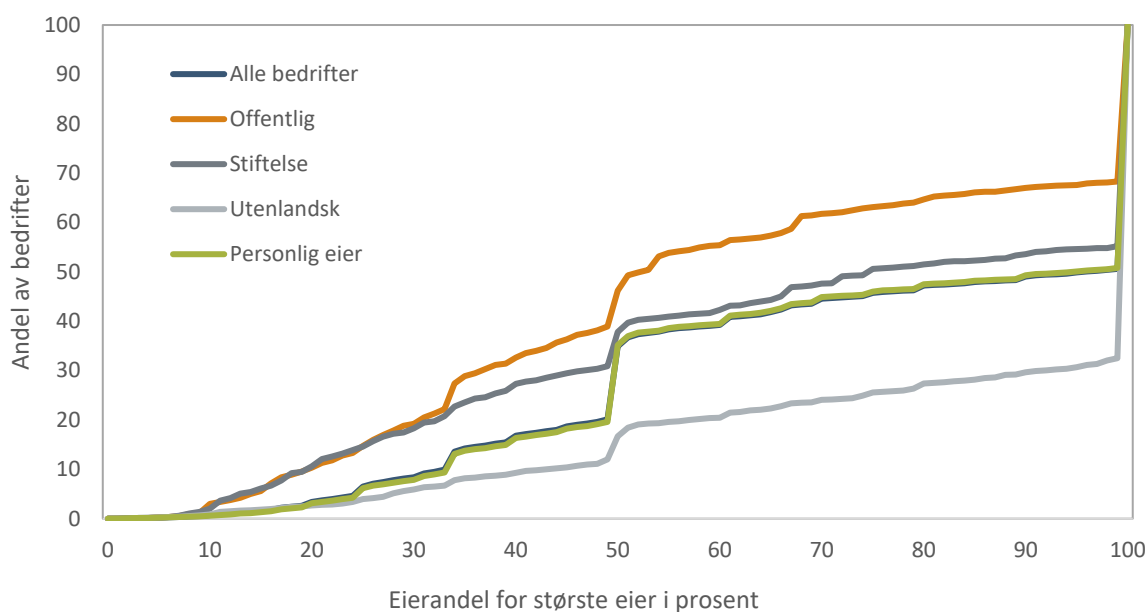
6 Eierskapsanalyser av norsk næringsliv

Som vi har sett fra analysen ovenfor er det observerbare forskjeller mellom hyppigheten av emisjoner avhengig av hvilke eiere som dominerer selskapet. Det er derfor grunn til å tro at aksjonærstrukturen i næringslivet vil ha betydning for tilgangen til ny egenkapital. I dette kapitlet ser vi nærmere på eierskapskonsentrasjonen i norske bedrifter og hvordan denne varierer mellom ulike aksjonærtyper, på tvers av næringer og med størrelsen til bedriften. Videre gjennomfører vi en analyse av eierskifter i næringslivet i perioden 2012 til 2015. Til sist ser vi på hvordan investeringene i egenkapitalinstrumenter fordeler seg mellom Norge og utlandet for ulike norske aktører.

6.1 Eierstruktur i norsk næringsliv

Figur 25 under viser hvordan bedriftenes største eierpost fordeler seg med hensyn til eierandel. Den grønne og den blå søylen representerer henholdsvis alle bedrifter og bedrifter hvor største eier er en personlig eier. Disse sammenfaller tett. For bedrifter hvor største eier er personlig, har omtrent 10 prosent av bedriftene en største eier som innehar en post på 33 prosent eller mindre. For bedrifter hvor største eier er offentlig er andelen som ikke har en negativt kontrollerende eierpost dobbelt så høy.

Figur 25: Kumulativ fordeling av eierandel til største eierpost blant norske foretak for ulike eiertyper, 2015. Kilde: Menon



For bedriftspopulasjonen sett under har største eier i 90 prosent av tilfellene en eierpost større enn 33 prosent. Dette er eiere som ifølge aksjeloven har blokkerende makt i en rekke saker. En eier som eier mer enn 33,4 prosent har negativt flertall og kan blant annet forhindre vedtak på generalforsamlinger som krever kvalifisert flertall, forhindre fusjoner og fisjoner eller blokkere muligheten for at det foretas en kapitalforhøyelse eller -nedsettelse. I figuren ovenfor ser vi et tydelig hopp i andelen bedrifter som har en største eier med mer enn 33 prosent av aksjene. Dette viser at reglene for blokkerende makt har reell innvirkning på eierskapskonsentrasjonen i

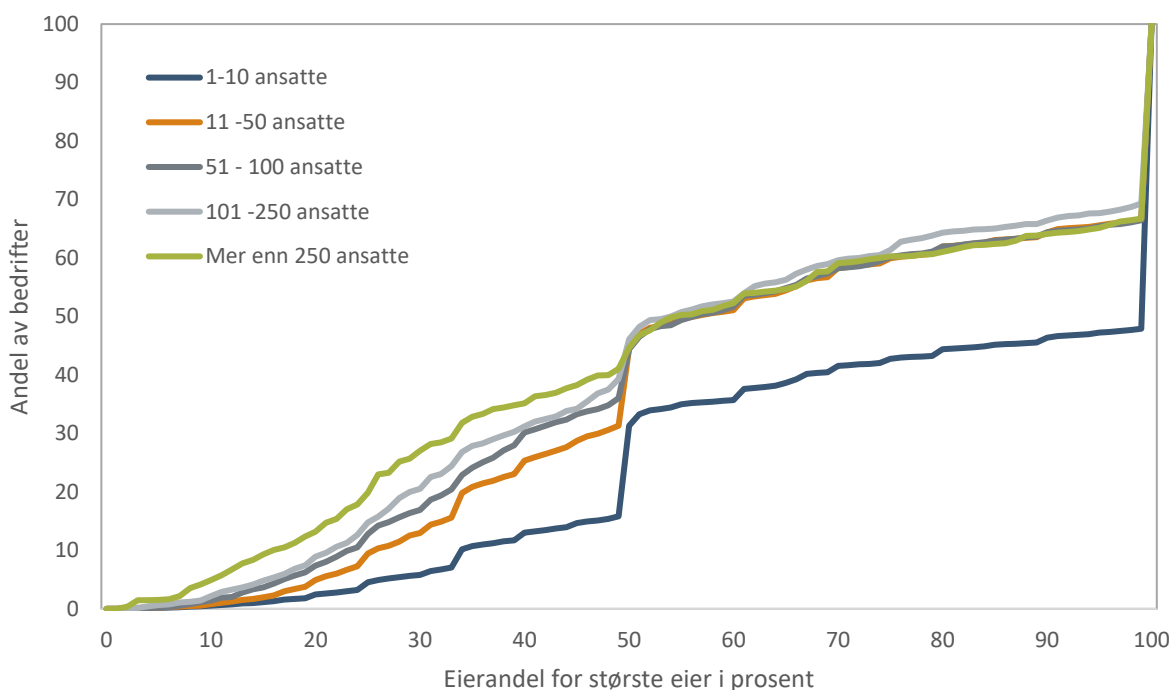
næringslivet. Dette hoppet vises imidlertid ikke for bedrifter hvor største eier er selveiende institusjoner eller for selskap hvor største eier er utenlandsk.

Videre ser vi av figuren at utenlandske dominerende eiere typisk er majoritetseiere. I nærmere 70 prosent av selskapene hvor største eier er utenlandsk er den største eierposten på 100 prosent. Til sammenligning har norsk personlig eide bedrifter i omtrent halvparten av tilfellene hele eierskapet konsentrert hos én person. Offentlige eide bedrifter har et mindre konsentrert eierskap, hvor kun 30 prosent kun har en eier. Her er det imidlertid viktig å presisere at selv om eierskapet tilsynelatende er svært konsentrert blant foretak med én utenlandsk aktør som dominerende eier, kan det være at eierskapet på konsernspissnivå er svært fragmentert.

6.1.1 Sammenheng mellom eierskapskonsentrasjon og bedrifters størrelse

Figur 26 nedenfor viser eierskapsfordelingen for ulike størrelseskategorier av bedrifter. Eierskapet i de minste bedriftene med 1-10 ansatte skiller seg tydelig ut fra de andre med en større konsentrasjon av eierpostene. I snitt viser figuren at eierskapet er mer konsentrert jo større bedriften er, når det gjelder andelen bedrifter som har en majoritetseier med over 50 prosent er fordelingen for bedrifter med flere enn 10 ansatte tilnærmet identisk.

Figur 26: Kumulativ fordeling av eierandel til største eierpost for ulike selskapsstørrelser, 2015. Kilde: Menon

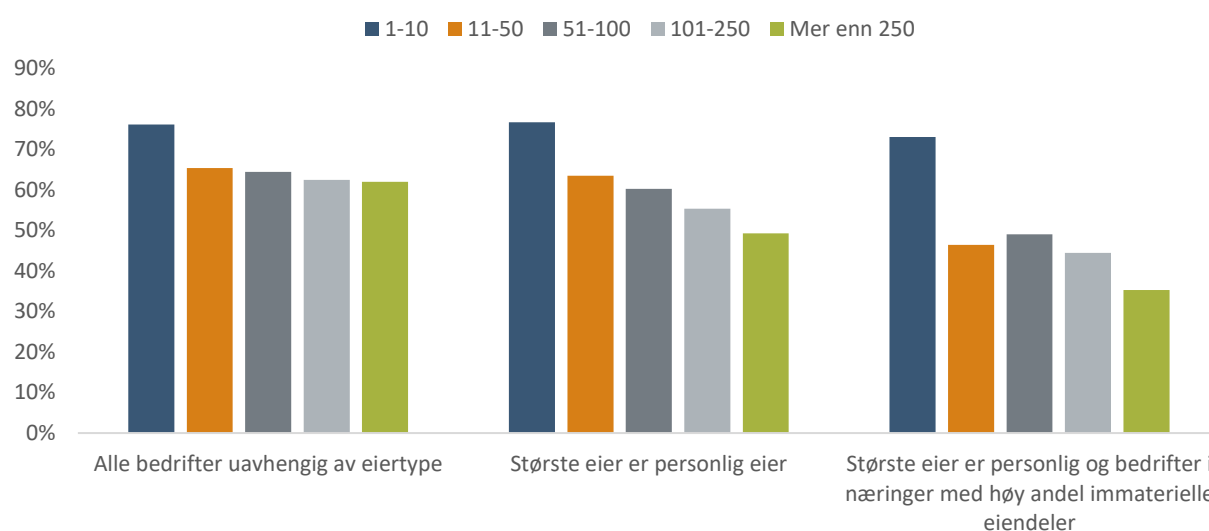


Figur 27 nedenfor viser resultat fra regresjonsanalyser på et tverrsnitt av registerdata over eierskapet i norske bedrifter for 2015. Resultatene viser eierandelen til største eier i en bedrift som en funksjon av bedriftens størrelse, i modellen kontrolleres det også for bedriftens alder. Regresjonen i kolonnen lengst til venstre er basert på norske bedrifter eldre enn to år og med faktiske registrerte ansatte og lønnskostnader.

Tallet over den blå søylen viser at i gjennomsnitt er eierandelen til den største eieren i en bedrift med 1-10 ansatte som har eksistert 3-9 år, 76 prosent. Videre viser analysene at for et selskap med 11-50 ansatte er eierandelen til største eier i gjennomsnitt 11 prosentpoeng lavere (65 prosent) enn for gruppen av bedrifter med 1-10 ansatte. Eierandelen faller svakt for enda større bedrifter. For selskaper med mer enn 250 ansatte er eierandelen til største eier i gjennomsnitt 62 prosent, 14 prosentpoeng lavere enn for gruppen med 1-10 ansatte. Gjennomsnittlig eierandel mellom de ulike størrelsesgruppene for bedrifter med mer enn 10 ansatte er imidlertid ikke statistisk signifikant forskjellig.

I denne regresjonen har vi også korrigert for alder. Sammenhengen mellom konsentrasjonen i eierskap og alderen på bedriften er signifikant, men svak. For bedrifter som er eldre enn 10 år reduseres eierandelen til største eier med 1,2 prosentpoeng sammenlignet med 3-9 år gamle bedrifter. Størrelse på bedriften er derfor en betydelig viktigere faktor i vurderingen av konsentrasjonen av eierskapet sammenlignet med alder.

Figur 27: Resultat fra regresjonsanalyse av eierskapskonsentrasjonen i norsk næringsliv. Kilde: Menon



Sammenhengen mellom eierskapskonsentrasjonen og størrelsen på bedriften er imidlertid betydelig sterkere dersom vi kun ser på selskaper hvor største eier er personlig. Dette er vist ved de midterste søylene i figuren. Her er forskjellen på eierposten til største eier betydelig større mellom de ulike størrelseskategoriene. At eierskapet blir mer fragmentert for bedrifter hvor største eier er privat, tyder på at privateide selskaper er mer avhengig av ekstern kapital for å vokse. Dette kan virke overraskende sett i sammenheng med at tidligere analyser har vist at hyppigheten av egenkapitalemisjoner blant norsk personlige eiere er lavere enn blant utenlandske, offentlige og selveiende eiere. Resultatet kan imidlertid tyde på at norsk personlige eiere er mer avhengig av ekstern egenkapital som utvanner eierskapet i emisjoner sammenlignet med de øvrige eiertypene. Også i denne analysen har vi tatt høyde for alderen på selskapet. Sammenhengen er svak og viser at alder ikke har en nevneverdig betydning for konsentrasjonen av eierskapet når vi også kontrollerer for størrelsen til bedriften.

For selskaper med større andel immaterielle eiendeler er sammenhengen mellom konsentrasjon av eierskap og størrelsen på selskapet enda tydeligere.¹⁹ Disse bedriftene opererer i næringer som har relativt høy andel eiendeler uten fysisk substans som vil bidra til å generere fremtidige inntekter eller redusere fremtidige kostnader. I regnskapsføringen inkluderer immaterielle eiendeler forskning og utvikling (aktiviteter knyttet til aktiviteter som har til hensikt å fremskaffe ny kunnskap, gjøre forskningsresultater kommersielt utnyttbare, eller å beskrive eller designe nye produkter eller produksjonsprosesser), samt patenter og goodwill. I vårt utvalg faller disse bedriftene typisk innenfor SSBs næringskoder som programmeringstjenester, konsulentvirksomhet tilknyttet informasjonsteknologi, annen forskning og utviklingsarbeid og industridesign, produktdesign og annet design.

Felles for denne typen virksomhet er et større behov for kapital for å kunne utvikle produktene og/eller tjenestene som kommersielt levedyktige, samtidig som det er vanskelig for disse sektorene å lånefinansiere sine investeringer. I tråd med forventningene viser figuren tydelig at dette gir utslag i eierstrukturen i form av et mer fragmentert eierskap, hvilket er en indikasjon på at egenkapitalmarkedet er til stede for de næringene som trenger det mest. Her er største eierandel i referansebedriften med 1-10 ansatte i gjennomsnitt 73 prosent mens den er under femti prosent i snitt (reduksjon på 27 prosentpoeng) for bedrifter med 11-50 ansatte. For næringer med et relativt stort innslag av immaterielle eiendeler og flere enn 250 ansatte er gjennomsnittlig størrelse på største eierandel 35 prosent, betydelig lavere enn for alle bedrifter.

Disse eierandelene er kun gjennomsnittstall. Som figuren ovenfor tydelig viser, finnes det også en stor andel store bedrifter hvor en større del av eierskapet er konsentrert på én eier. Blant bedriftene med mer enn 250 ansatte og hvor største eier er personlig, hadde omtrent 15 prosent kun én eier i 2015. For bedrifter med høy andel immaterielle eiendeler er denne andelen 12 prosent.

Her er det verdt å nevne at sammenhengen mellom størrelse og eierskapskonsentrasjonen *ikke* er signifikant for bedrifter hvor største eier er offentlig, utenlandsk eller en stiftelse. Dette kan være tegn på at bedrifter med denne typen eiere er mindre avhengig av ekstern kapital fra nye eiere i emisjoner for å kunne vokse. Alder er også her av liten betydning når vi kontrollerer for størrelsen på bedriften.

6.1.2 Eierskapskonsentrasjon i ulike næringer fordelt på bedriftstørrelse

Bedrifter i norsk næringsliv er en heterogen gruppe. For å belyse variasjonen har vi gjennomført den samme analysen som ovenfor for ni ulike næringer. Figur 28 nedenfor illustrerer resultatene. Fellestrekket på tvers av bransjer er at eierskapet blir mer fragmentert jo større bedriften er. Hvor mye størrelse har å si varierer imidlertid betydelig mellom bransjene.

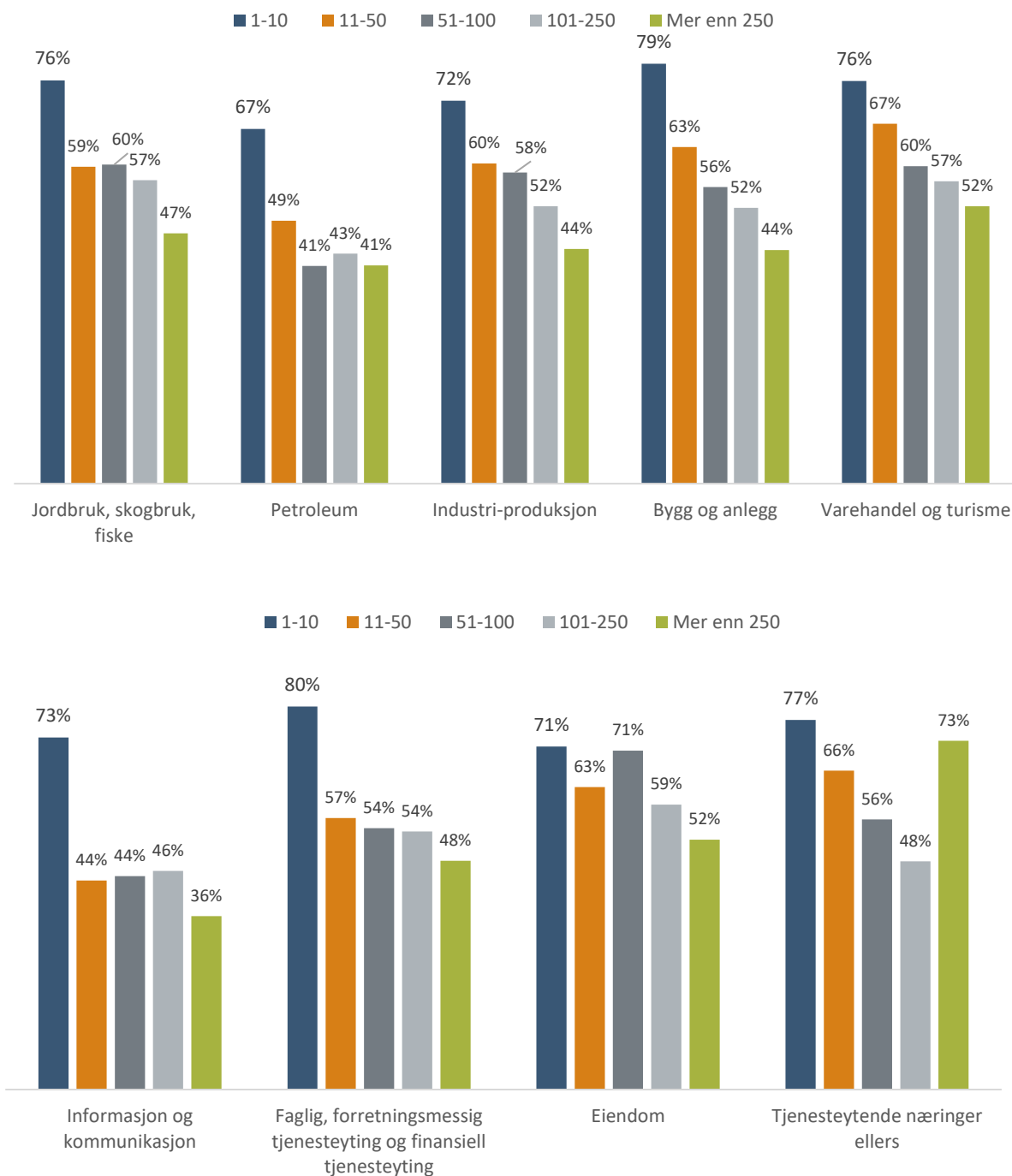
En bransje som skiller seg ut er eiendom. Her påvirkes eierskapskonsentrasjonen i mindre grad av at bedriftene vokser. Dette henger naturlig sammen med at tilgangen på lånefinansiering for eiendomsfinansiering er god, og at næringen således er mindre avhengig av ekstern egenkapital. En slik utvikling er i tråd med hakkeordeteorien som viser til at lånefinansiering vil være en rimeligere og foretrukket finansieringsform for de aktørene som har tilgang til det. Det er verdt å merke seg at økningen i eierandelen til største eier for bedrifter i størrelsesorden 51 -100 ansatte innen eiendom er ikke statistisk signifikant.

¹⁹ Bedrifter med høy andel immaterielle eiendeler har blitt klassifisert etter den totale andelen immaterielle eiendeler i forhold til totale eiendeler i en bransje. 4095 bedrifter og 50 nacekoder på 5-siffer nivå er representert. I utvalget av næringer med høy andel immaterielle eiendeler har vi ekskludert næringer som har en høy andel immaterielle eiendeler knyttet til lett omsettelige verdipapirer som eksempelvis fiskekonsesjoner og agenturer.

Innen informasjon og kommunikasjon og faglig forretningsmessig tjenesteyting faller også eierandelen til største eier for større bedrifter. Men hvorvidt bedriften har 11 eller 250 ansatte påvirker ikke konsentrasjonen i nevneverdig grad. Det motsatte er tilfelle innen bygg og anlegg og varehandel, transport og turisme, hvor bedriftene har fått inn mer og mer egenkapital jo større de har blitt.

Bedrifter i petroleumssektoren har lavest eierskapskonsentrasjon på største eier. I denne næringen er det et større innslag av utenlandske eiere. Som vist i figur 25 ovenfor har bedrifter hvor en utenlandsk eier har største eierpost et mer fragmentert eierskap.

Figur 28: Resultat fra regresjonsanalyse av eierskapskonsentrasjonen i norsk næringsliv i ulike næringer. Kilde: Menon



Vi finner gjennomgående de samme sammenhengene dersom vi ser på den totale eierandelen til de to største eierne, de tre største, og ved hjelp av Herfindahl-indeksen, som er et vanlig mål på konsentrasjon. Vi har gjort tilsvarende analyse for kalenderårene 2011-2015 og ser at funnene er robuste over tid.

6.2 Eierskifter i norsk næringsliv

Utvidelse av aksjekapitalen eller lånefinansiering er måter å finansiere bedriftens investeringer. Et velfungerende kapitalmarked handler imidlertid ikke bare om innhenting av frisk kapital, men også om hvordan investorer kan diversifisere sine investeringer, som igjen handler om likviditet i aksjene de eier. I dette delkapittelet ser vi nærmere på forekomsten av eierskifter i norsk næringsliv i perioden 2012 til 2015.

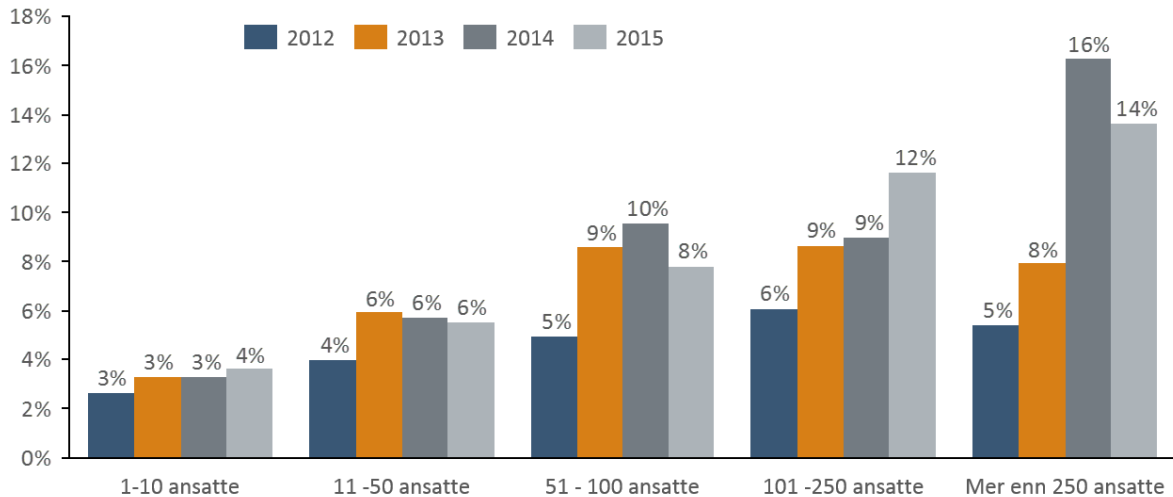
Basert på et utvalg av 55 750 bedrifter identifiserer vi totalt 7 542 eierskifter i perioden 2012 til 2015. I snitt er det i underkant 4 prosent av bedriftene som skifter eier hvert år, mens over hele perioden er det i snitt 13,5 prosent av bedriftene som har skiftet eier. Noen har imidlertid skiftet eier flere ganger, hvilket betyr at det er en lavere andel av bedriftene som faktisk har skiftet eier.

Vi definerer et eierskifte som at selskapet skifter største eier, gitt at både ny eier og eksisterende eier har blokkerende makt, altså en eierandel i selskapet på minimum 34 prosent. Dette innebærer at selskaper som ikke har en eier med 34 prosent eller mer i hvert år er ekskludert fra utvalget. I tillegg må eierskifte innebære et skifte av største eier i bedriften. I analysen ser vi videre kun på bedrifter med en viss aktivitet, og ekskluderer derfor bedrifter som i løpet av fireårsperioden har hatt ett eller flere år uten registrerte ansatte eller lønnskostnader. Basert på dette sitter vi igjen med 55 750 foretak over en periode på fire år.

Kriteriet med 34 prosents eierandel er ikke spesielt strengt. Eksempelvis vil vi registrere et eierskifte dersom tidligere eier reduserer sin andel fra 35 prosent til 32 prosent mens en mindre aksjonær eksempelvis øker sin eierandel fra 25 prosent til 35 prosent. Dette eksempelet illustrerer at vi definerer relativt moderate endringer i eierstrukturen i en bedrift, så lenge største eier med blokkerende makt skifter identitet. I realiteten involverer de aller fleste eierskiftene overføring av store eierposter.

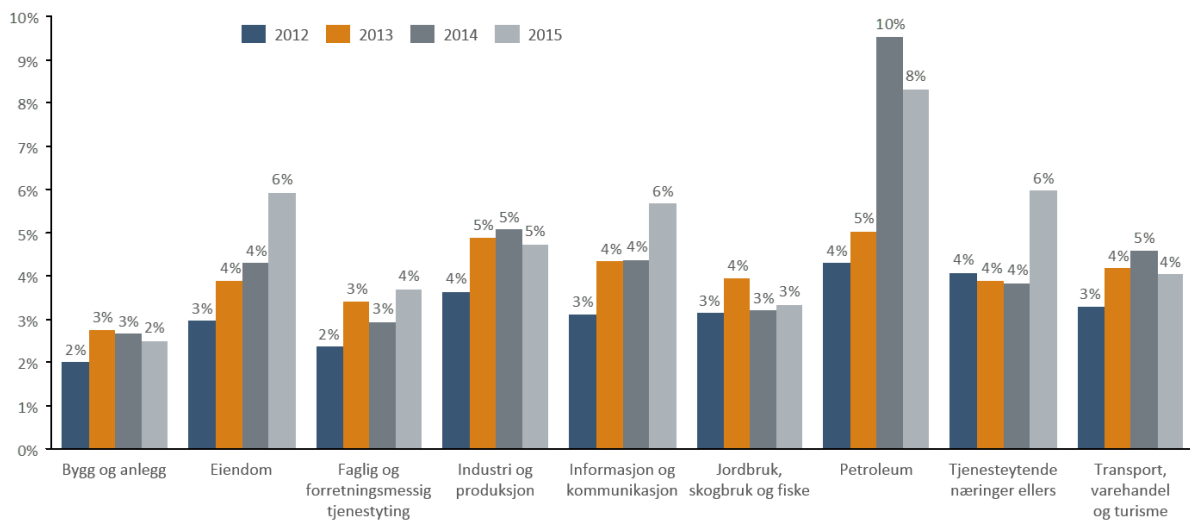
Figur 29 nedenfor viser tydelig at andelen eierskifter øker med bedriftens størrelse. Jo større bedriften er, jo mer vanlig er det at bedriften skifter sin dominerende eier. Mens det i snitt var om lag 3 prosent av bedriftene med 1-10 ansatte som skiftet eier, var det 1 av 10 bedrifter med flere enn 250 ansatte som skiftet eier. Figuren viser videre også at det har vært en tydelig økning i antall eierskifter i løpet av perioden 2012 til 2015.

Figur 29: Andel av foretak med skifte av største eier fordelt på bedriftsstørrelse over tid. Kilde: Menon



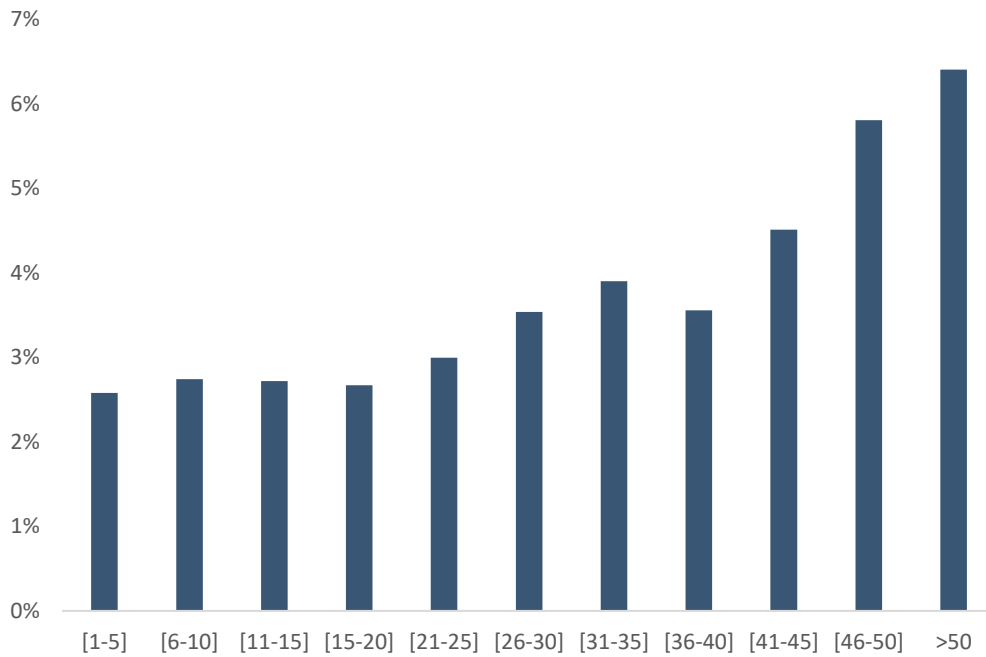
Økningen i andelen eierskifter i 2014 og 2015 er generell på tvers av næringer, men vi ser den særlig tydelig innen eiendom, informasjon og kommunikasjon og petroleum. At det har vært en økning i petroleum henger trolig sammen med det kraftige fallet i oljeprisen, hvilket har gjort at mange selskaper har havnet i en økonomisk presset situasjon, hvilket har tvunget frem et eierskifte. Sett bort fra den sterke økningen i noen av næringene de siste årene er imidlertid andelen eierskifter relativt stabil på tvers av næringer.

Figur 30: Andel av foretak med skifte av største eier fordelt på næring over tid. Kilde: Menon og Bisnode



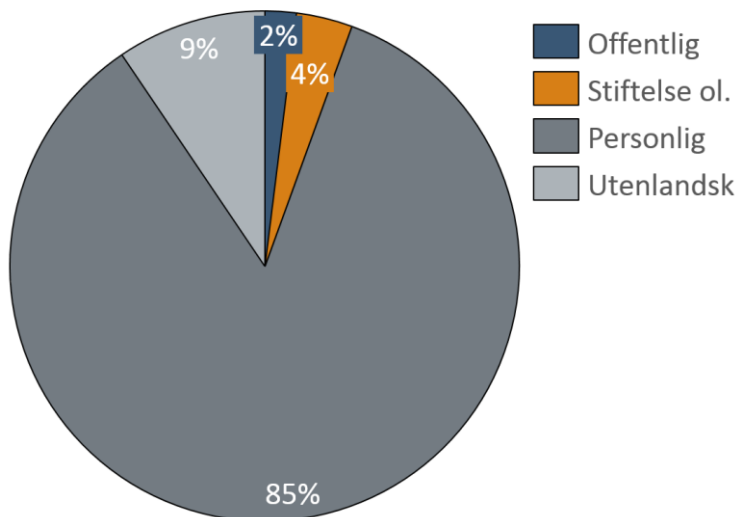
Figuren nedenfor viser hyppigheten av eierskifter fordelt foretakenes alder. Vi ser tydelig at sannsynligheten for et eierskifte stiger med bedriftens alder. For bedrifter som er eldre enn 40 år er andelen av bedrifter som gjennomfører eierskifter i et gitt år dobbelt så høy, som for bedrifter som er yngre enn 20 år. En slik utvikling er naturlig ettersom eldre bedrifter har eldre eiere som ønsker å trekke seg ut av bedriften. I tillegg er bedriftens alder positivt korrelert med foretaks størrelse, som også påvirker sannsynligheten for at det blir gjennomført et eierskifte.

Figur 31. Andel av foretak med skifte av eier fordelt på foretakets alder, 2012-2015. Kilde: Menon og Bisnode



De fleste nye eierne er norske personlige eiere. Dette er ikke overraskende tatt i betraktning at de fleste norske foretak er eid av norske personlige eiere. Figuren nedenfor viser at norske personlige eiere sto bak 85 prosent av eierskiftene. I 10 prosent av tilfellene var det utenlandske eiere som var ny dominerende eier, mens selveide organisasjoner sto bak 4 prosent. Offentlige aktører er lite aktive i markedet for eierskifter og sto kun bak 2 prosent av eierskiftene.

Figur 32: Andel av eierskifter i norsk næringsliv fordelt på overtagende eier, 2012-2015. Kilde: Menon og Bisnode

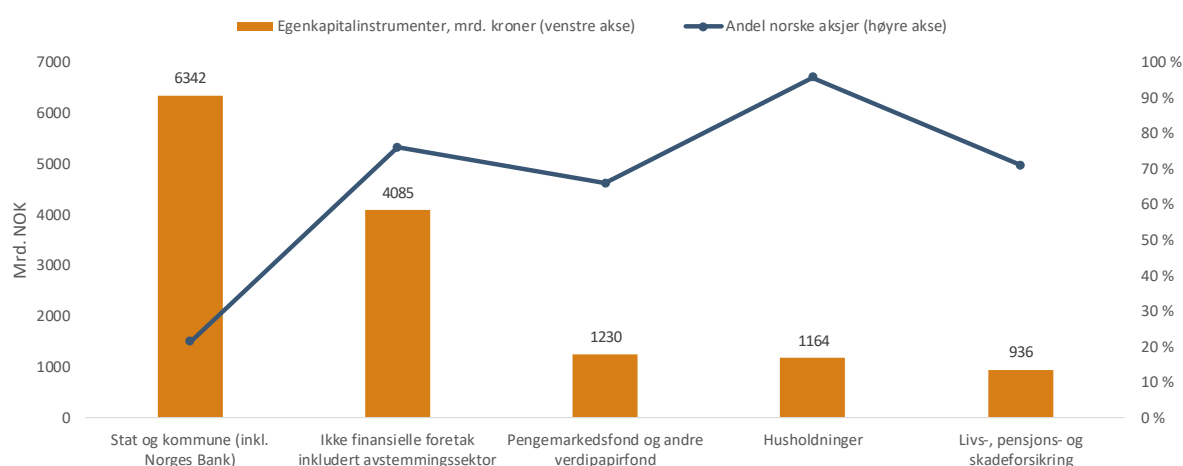


6.3 Norske aksjer som andel av ulike aksjonærkategoriers aksjeporteføljer

Norge har en liten åpen økonomi. I tillegg til at vi har stor handel med varer og tjenester med utlandet, er vi også en del av et internasjonalt kapitalmarked. To åpenbare fordeler med å være del av et internasjonalt kapitalmarked er for det første at vi har mulighet til å diversifisere våre investeringer utenfor den norske økonomien, og for det andre at det er mulig å skille nivået på sparing fra nivået på investeringer på kort sikt. Utbyggingen av norsk petroleumssektor på 1970- og 1980-tallet er et skolebokeneksempel på hvordan de internasjonale kapitalmarkedene fungerer på sitt beste. Norge kunne i denne perioden ha store underskudd på de finansielle strømmene overfor utlandet, mens vi i senere tid, når investeringene begynte å kaste av seg, har endt opp med å bygge opp en vesentlig formue plassert i aktiva utenfor Norge.

Tallene i figur 33 nedenfor er basert på tall fra SSBs finansielle sektorregnskap, og viser ulike norske sektors samlede egenkapitalinvesteringer i noterte og unoterte aksjer, samt verdipapirfondsandeler. Videre viser figuren hvor stor andel av dette som er investert i norsk økonomi. Dette er interessante tall, fordi det sier noe om volumet på kapitaltilgangen fra ulike norske potensielle investorgrupper. Samlet sett har norske aktører investeringer i egenkapitalinstrumenter – noterte og unoterte aksjer og verdipapirfondsandeler – på nær 14 000 milliarder kroner. Ganske nøyaktig halvparten av dette er investert i norske instrumenter.

Figur 33: Egenkapitalinvesteringer i norske og utenlandske verdipapirer fordelt på sektor per 2016. Kilde: SSB finansielle sektorregnskaper.



Med Statens pensjonsfond utland og innland har norsk offentlig sektor betydelige investeringer i aksjer og verdipapirfond, i hovedsak noterte aksjer. Offentlig sektor står bak nær halvparten av de totale investeringene i egenkapital. Statens pensjonsfond utland, som er den største eieren, er imidlertid kun investert i utlandet, og andelen av statens investeringer som er i norske aksjer og verdipapirfond utgjør derfor samlet sett kun 20 prosent. I kroner og øre utgjør dette likevel 1 345 milliarder kroner, hvilket er mer enn hele den norske husholdningssektorens samlede investeringer.²⁰ Ser vi på norsk næringslivs investeringer (eksklusive finanssektoren), så er bildet helt motsatt. Om lag tre fjerdedeler av investeringene i egenkapitalinstrumenter er knyttet til norske aksjer og verdipapirfondsandeler, og i hovedsak unoterte aksjer. Kanskje mer overraskende er det at også norske verdipapirfond, husholdninger og livs-, pensjons og skadeforsikringsselskap har en så stor andel av sine egenkapitalinvesteringer i norske aksjer og verdipapirfond. I henhold til standard finanst teori vil man prøve å ha

²⁰ Merk at dette beløpet er i markedsverdier og at det også inkluderer investeringer i finansiell sektor. Dette gjør at tallet ikke er direkte sammenlignbart med verdien på den bokførte kapitalen til offentlige eiere angitt i figur 1.

så god som mulig geografisk diversifisering av sine finansielle eiendeler, tatt i betraktning at arbeidsinntekter er knyttet til norsk økonomi. Samtidig vet man fra den empiriske litteraturen at det er en sterk «home bias» i retning av investeringer i sitt eget lands økonomi. Av norske husholdningers investeringer er 96 prosent i norske aksjer og verdipapirfond, hovedsakelig i unoterte aksjer. Livs-, pensjons- og skadeforsikringsselskapene har over 70 prosent av sine investeringer i norske egenkapitalinstrumenter. Dette har trolig med at forpliktelsene til selskapene er i norske kroner, og at det er kostbart med valutasikring.²¹

²¹ I SNF-rapport nr. 14/08 av Døskeland og Mjøs (2008) viser de at norske aksjer utgjør om lag 30 prosent av norske livselskapers aksjer per 2007. Dette tallet er ikke direkte sammenlignbart med statistikken som presenteres i figuren ovenfor, samtidig er det store avviket overraskende og skyldes lite trolig endringer over tid. Mulige delforklaringer er at statistikken som presenteres her også inkluderer pensjonskasser og skadeforsikringsselskap, i tillegg til at vi også ser på verdipapirfundsandeler i tillegg til aksjer.

Referanseliste

Alstadsæter, A. (2015). Hovedelementa i Scheel-utvalgets forslag til skattereform og meir om utbytteskattens investeringseffektar, *Samfunnsøkonomen*, 129(2), 46-55

Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6), 613-673.

Besanko, D., & Thakor, A. V. (1987). Collateral and rationing: sorting equilibria in monopolistic and competitive credit markets. *International Economic Review*, 671-689.

Bester, H. (1985). Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 850-855.

Døskeland, T. og Mjøs, A (2008), «Utvikling av eierstrukturen på Oslo Børs», SNF-rapport nr. 14/08

Grimmsby, G., Eide, L. S. og Wifstad, K (2017). Hvem finansierer Norge?, Menon-publikasjon nr. 69/2017

Industrimeldingen (Meld. St. 27 (2016–2017)), Industrien – grønnere, smartere og mer nyskapende

Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The journal of finance*, 28(4), 911-922.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 261-297.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.

NOU 2014: 13, Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi

Produktivitetskommissjonen (NOU 2016: 3). Ved et vendepunkt: Fra ressursøkonomi til kunnskapsøkonomi — Produktivitetskommissjonens andre rapport

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 393-410.

Vedlegg 1: Metode for beregning av kapitalstrukturen i norsk næringsliv

Det er utfordrende å avdekke den reelle kapitalstrukturen i næringslivet. Selskaper er ofte eid av andre selskaper, noe som fører til at kapitalen akkumuleres på balansen oppover i eierhierarkiet. Summerer man balansen til alle norske selskaper vil man derfor få en betydelig dobbelttelling av kapitalen.

Eksempelvis, se for deg selskap A som har eiendeler for til sammen 100 kroner. Anta at halvparten av eiendelene er egenkapital og halvparten er gjeld. På et tidspunkt opprettes det et morselskap som eier av selskap A. Eierposten i selskap A vil dukke opp som en finansiell eiendel på morselskapets balanse. I den grad egenkapitalen til datterselskap A er riktig priset så vil balansen i morselskapet være 50. Summerer man balansen i morselskapet og datterselskapet vil man få en balanse på 150, hvorav gjeldsfinansieringen utgjør en tredjedel. Altså, selv om det ikke har foregått noen realitetsendring så har kapitalstrukturen endret seg. Når man konstruerer tall for kapitalstrukturen er det viktig å ta høyde for dette og «se gjennom» kapitalstrukturene.

Tallene i analysen av kapitalstrukturer i næringslivet er hentet fra Menons regnskapsdatabase. Regnskapsdatabasen består av både regnskaps- og balanseinformasjon til alle selskaper som er registreringspliktige i Brønnøysundregisteret. For å avdekke den aggregerte kapitalstrukturen til norske selskaper benytter vi også regnskaps- og balansetall for alle norske konsern. For å unngå dobbelttellingsproblemet beskrevet ovenfor, eliminerer vi balansetallene til alle selskaper som inngår i et norsk konsernregnskap²² ett eller flere ledd oppover i eierskapsstrukturen, i tillegg til foretaksregnskapet for konsernet selv. Dette gjøres også for konsernregnskap som inngår i andre konsern. I dette ligger det en forutsetning om at kapitalstrukturen i det konsoliderte konsernregnskapet er representativt for den aggregerte kapitalstrukturen til alle selskapene som inngår i konsernet. Operasjonene er gjennomført med eierskapsforhold for hvert enkelt av årene i datasettet, slik at datasettet i prinsippet skal være nøyaktig også bakover i tid. Til slutt har vi, i tråd med annen forskning på kapitalstrukturer, utelatt finansinstitusjoner fra vårt datasett, ettersom de har en fundamentalt annerledes kapitalstruktur eller skatteinngang som skaper støy i analysen vår.

Tabellen nedenfor viser årlig antall observasjoner i henholdsvis foretaks- og konsernregnskapet. Kolonne tre viser hvor mange observasjoner vi står igjen med når alle foretak og konsern som er inkludert i andre konserner er ekskludert, mens kolonne fire viser antall observasjoner i det endelige datasettet når også finansinstitusjoner er ekskludert fra datasettet.

Tabell 4: Antall årlige observasjoner som inngår i beregningene av kapitalstrukturen i norsk næringsliv

	<i>Foretak</i>	<i>Konsern</i>	<i>Konsolidert</i>	<i>Endelig datasett</i>
<i>2007</i>	222 392	3 256	208 288	196 033
<i>2008</i>	234 213	3 732	217 813	204 681
<i>2009</i>	237 947	3 890	220 587	207 249
<i>2010</i>	243 604	3 846	225 797	212 448

²² Selskaper som er registreringspliktige i Norge men som inngår i utenlandske konsern er ikke ekskludert. Samtidig vil kapitalstrukturen til utenlandske selskaper som er inkludert i norske konsern fanges opp, noe som gjør at den aggregerte kapitalen vil bli noe overestimert.

<i>2011</i>	249 190	3 863	230 114	216 504
<i>2012</i>	264 271	3 965	244 942	230 646
<i>2013</i>	273 851	4 079	253 758	237 683
<i>2014</i>	286 244	4 173	265 705	248 655
<i>2015</i>	298 802	4 280	276 902	258 931
<i>Totalt</i>	2 310 514	35 084	2 143 906	2 012 830
<i>Gjennomsnitt</i>	256 724	3 898	238 212	223 648

Vedlegg 2: Datagrunnlag og metode for kartlegging av eierskapet i norsk næringsliv

Datagrunnlaget for eierskapsdatabasen baserer seg på noter om eierskapet hentet fra regnskapene til alle norske regnskapspliktige foretak. Gjennom å kartlegge både det direkte eierskapet og det indirekte eierskapet i norske bedrifter finner vi den ultimate eieren til foretaket. For å gjøre dette går vi inntil 10 ledd bakover i eierrekken. Vi kategoriserer de ultimate eierne inn i fire ulike typer: 1) personlig, 2) utenlandsk, 3) offentlig eller 4) selveide (dvs. samvirker, stiftelser ol.). I tillegg opererer vi med kategorien minoritet. Denne gruppen er småaksjonærer med mindre eierposter som ikke er registrert i notene til foretakets regnskaper, og fordeler seg på alle de øvrige gruppene av eiere.

En bedrift kan ha flere eiere, både ulike personer, og ulike eiertyper (personlig, utenlandsk, offentlig). I de tilfellene hvor en bedrift har flere eiertyper blir egenkapitalen i selskapet fordelt på ulike eiergrupper etter hvor stor eierandel av foretaket den enkelte eiergruppe representerer.

Vedlegg 3: Tabeller og figurer

Tabell 5: Sannsynligheten for emisjon (fylkeseffekt relativt til Akershus), OLS tverrsnitt regresjonsanalyse. 2012-2015

	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
AUST-AGDER	0.000551 (0.000672)	0.000392 (0.000714)	0.000902 (0.000735)	0.000349 (0.000909)
BUSKERUD	-0.000375 (0.000472)	-0.00111** (0.000502)	-0.000836 (0.000518)	-0.000681 (0.000694)
FINNMARK	0.00147* (0.000806)	0.00172** (0.000857)	0.00213** (0.000880)	0.00216** (0.000996)
HEDMARK	0.00117** (0.000592)	0.00107* (0.000629)	0.00144** (0.000647)	0.00110 (0.000824)
HORDALAND	0.000605 (0.000397)	-0.000166 (0.000422)	0.000338 (0.000436)	-0.000546 (0.000687)
MØRE OG ROMSDAL	0.00432*** (0.000488)	0.00404*** (0.000516)	0.00430*** (0.000532)	0.00413*** (0.000723)
NORD-TRØNDELAG	0.00167** (0.000652)	0.00183*** (0.000692)	0.00248*** (0.000712)	0.00273*** (0.000848)
NORDLAND	0.00189*** (0.000518)	0.00144*** (0.000549)	0.00216*** (0.000566)	0.00215*** (0.000736)
OPPLAND	0.000921 (0.000583)	0.000729 (0.000620)	0.00127** (0.000637)	0.000741 (0.000815)
OSLO	0.00269*** (0.000343)	0.00261*** (0.000367)	0.00249*** (0.000382)	0.00227*** (0.000421)
ROGALAND	0.00223*** (0.000409)	0.00124*** (0.000436)	0.00145*** (0.000451)	0.000538 (0.000697)
SOGN OG FJORDANE	0.00336*** (0.000694)	0.00252*** (0.000725)	0.00266*** (0.000746)	0.00243*** (0.000887)
SVALBARD	-0.000756 (0.00392)	-0.00165 (0.00426)	-0.00197 (0.00434)	-0.00361 (0.00441)
SØR-TRØNDELAG	0.00119** (0.000469)	0.000903* (0.000500)	0.00132** (0.000517)	0.000143 (0.000756)
TELEMARK	0.00101* (0.000570)	0.000773 (0.000605)	0.00141** (0.000622)	0.00147* (0.000805)
TROMS	0.00187*** (0.000612)	0.00204*** (0.000652)	0.00258*** (0.000671)	0.00263*** (0.000832)
VEST-AGDER	0.00180*** (0.000528)	0.00177*** (0.000562)	0.00243*** (0.000578)	0.00252*** (0.000764)
VESTFOLD	-4.63e-06 (0.000488)	-0.000411 (0.000519)	-4.82e-05 (0.000534)	-0.000168 (0.000746)
ØSTFOLD	-0.000938* (0.000490)	-0.00135*** (0.000521)	-0.000763 (0.000537)	-0.000708 (0.000735)
Log av eiendeler		0.00313*** (4.42e-05)	0.00343*** (4.77e-05)	0.00343*** (4.78e-05)
Konstant	0.00544*** (0.000273)	-0.0162*** (0.000440)	-0.0171*** (0.000928)	-0.0171*** (0.000954)
Observasjoner	1,238,688	974,330	952,184	952,184
Antall bedrifter	309,672	297,464	288,359	288,359
Kontrollert for næring			Ja	Ja
Kontrollert for sentralitet				Ja

Stjernene angir at estimatet er signifikant forskjellig fra null innenfor et: *90% konfidensintervall, **95% konfidensintervall og ***99% konfidensintervall.

Vedlegg 4: Næringsinndeling

Vi har brukt en næringsinndeling som tar utgangspunkt i A21-inndelingen som i tabellen under:

Næring	Næringskode A21
Jordbruk, skogbruk og fiske	A
Petroleum	B
Industri og produksjon	C, D og E
Bygg og anlegg	F
Varehandel, transport og turisme	G, H og I
Informasjon og kommunikasjon	J
Faglig og forretningsmessig tjenesteyting	K, M og N
Eiendom	L
Tjenesteytende næringer ellers	R, S, R og U