

Nº 2005/8

Oslo
September 26, 2005

Staff Memo

Financial Stability

Fonderte pensjoner og verdipapirmarkeder.
Hvilken rolle spiller institusjonelle investorer i verdipapirmarkedene?

by

Gunnvald Grønvik

Publications from Norges Bank can be ordered by e-mail:

posten@norges-bank.no

or from: Norges Bank, Subscription service,

P.O.Box. 1179 Sentrum

N-0107 Oslo, Norway.

Tel. +47 22 31 63 83, Fax. +47 22 41 31 05

*Publications in the series Staff Memo are available as pdf-files on the bank's web site:
www.norges-bank.no, under "Publications".*

Staff Memos present reports on key issues written by staff members of Norges Bank, the central bank of Norway - and are intended to encourage comments from colleagues and other interested parties. Views and conclusions expressed in Staff Memos can not be taken to represent the views of Norges Bank.

© 2005 Norges Bank

The text may be quoted or referred to, provided that due acknowledgement is given to source.

Publikasjoner fra Norges Bank kan bestilles over e-post:

posten@norges-bank.no

eller ved henvendelse til:

Norges Bank, Abonnementservice

Postboks 1179 Sentrum

0107 Oslo

Telefon 22 31 63 83, Telefaks 22 41 31 05

Utgivelser i serien Staff Memo er tilgjengelige som pdf-filer på www.norges-bank.no, under «Publikasjoner».

Staff Memo inneholder utredninger som inngår i bankens arbeid med sentrale problemstillinger. Hensikten er å motta kommentarer fra kolleger og andre interesserte. Synspunkter og konklusjoner i arbeidene representerer ikke nødvendigvis Norges Banks synspunkter.

© 2005 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

ISSN 1504-2596 [online only]

ISBN 82-7553-319-8 [online only]

Fonderte pensjoner og verdipapirmarkeder.

Hvilken rolle spiller institusjonelle investorer i verdipapirmarkedene?

| | | |
|-------|---|----|
| 1 | Innledning | 2 |
| 2 | Pensjonsfond – kapitalforvaltning med lang investeringshorisont | 3 |
| 2.1 | Mål for kapitalforvaltning og valg av valuta for investeringer | 3 |
| 2.2 | Konsekvenser av investeringshorisont for ønsket plassering | 5 |
| 2.3 | Konsekvenser av norsk regulering for investeringshorisont | 7 |
| 3 | Verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske rolle, produkter og aktører | 8 |
| 3.1 | Verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske rolle | 8 |
| 3.2 | Verdipapirmarkedets primære ”produkter” | 11 |
| 3.2.1 | Egenkapitalmarkedet | 11 |
| 3.2.2 | Fremmedkapitalmarkeder | 12 |
| 3.2.3 | Derivatmarkedene | 13 |
| 3.3 | Verdipapirmarkedenes ulike aktører | 14 |
| 4. | Om markedene for omsetning av verdipapirer | 17 |
| 4.1 | Aksjemarkedet | 17 |
| 4.1.1 | Prisene i aksjemarkedet | 17 |
| 4.1.2 | Aksjemarkedet og allokering av kapital | 18 |
| 4.1.3 | Likviditeten i aksjemarkedet | 19 |
| 4.1.4 | Oppkjøp og restrukturering | 20 |
| 4.2 | Obligasjonsmarkedet | 20 |
| 4.3 | Derivatmarkedene | 21 |
| 5 | Pensjonsfond, faktorer bak prisdannelsen og vurdering av oppkjøpstilbud | 23 |
| 5.1 | Generelle vurderinger | 23 |
| 5.2 | Pensjonsfond og bedriftsstyring | 23 |
| 5.3 | Internasjonale utviklingstrekk | 25 |
| 5.4 | Kontrollfunksjonen ved systemer med indirekte kontroll | 25 |
| 5.5 | Om pensjonsfonds deltaking i styring med selskaper og atferd ved strukturtiltak | 26 |
| 5.6 | Om sammenhengen mellom selskapsstyring og aksjeverdi | 28 |
| 6. | Om verdipapirmarkedenes ”tjenester” for sparere | 30 |
| 6.1 | Investors rolle i verdipapirmarkedene | 30 |
| 6.2 | Faktorer som inngår i en investeringsbeslutning | 31 |
| 7 | Oppsummering | 33 |
| | Referanser | 35 |

1. *Innledning*[#]

Fondering av pensjoner innebærer premieinnbetalinger fra de yrkesaktive som akkumuleres som kapital i et fond. Dette fondet tæres det på når pensjoner utbetales. For å redusere kostnadene eller øke pensjonene søkes kapitalen plassert slik at det gir avkastning. Kapital kan plasseres produktivt som egen- eller fremmedkapital gjennom kapitalmarkedene, og investor kan oppnå den forventete avkastninga og risikoen som avspeiler den ønskete risikoprofilen. Plasseringer i kapitalmarkeder er hensiktsmessig fordi slike markeder kan ta imot store mengder kapital, investor kan enkelt endre sine plasseringer og det er vel etablerte spilleregler for hvordan disse markedene kan fungere godt. Disse spillereglene, hva de er, hvorfor de er viktige og hvilke eventuelle vansker som er forbundet med dem er tema for notatet.

Notatet gir først en kort beskrivelse av investeringshorisonten en i utgangspunktet står overfor ved etablering av et pensjonsfond.

Deretter gis det i et kapittel en elementær beskrivelse av verdipapirmarkedenes samfunnsmessige rolle, og hvilke produkter verdipapirmarkedene omfatter. I neste kapittel omtales noen viktige faktorer for virksomheten i sekundærmarkedene for verdipapirer.

I det neste kapittelet knyttes denne diskusjonen opp til pensjonsfond ved at problemstillinger som er særlig viktige for dem drøftes. Blant annet drøftes det spørsmål omkring strukturtiltak og pensjonsfonds deltaking i styring med selskaper.

Så følger et kapittel der tjenestene verdipapirmarkeder yter i forhold til sparere – og blant dem er pensjonsfond - blir gjennomgått.

Det siste kapittelet oppsummerer.

[#] Dette notatet er en del av et pensjonsprosjekt som pågikk fra høsten 2002 og ut 2003. Arbeidet ble liggende urørt i 2004 på grunn av sykdom. Takk til Norges Bank og Området for finansiell stabilitet for at jeg har fått fullføre arbeidet bare med mindre rettinger fra midten av 2005 da jeg igjen var tilbake i arbeid. I arbeidet har jeg fått særlig nyttige kommentarer fra Arild J. Lund, Randi Næs, Johannes Skjeltop og Bent Vale. Takk også til Egil Matsen og øvrige deltakere på et seminar om arbeidet i Norges Bank 3/9-2003. Jeg gjør til dels direkte bruk av framstillinger jeg tidligere har hatt medansvar for i Verdipapirhandellovutvalget, NOU (1995:1) og NOU (1996:2). Framstillinga til egenkapitalutvalget, NOU (1995:16) har også vært nyttig.

2. Pensjonsfond – kapitalforvaltning med lang investeringshorisont

2.1 Mål for kapitalforvaltning og valg av valuta for investeringer

Alderspensjon gjennom fonderte ordninger baseres på at premier kreves inn og samles opp i et pensjonsfond mens medlemmet av ordningen er yrkesaktiv. Pensjonsfondet gir grunnlag for utbetalinger når medlemmet har gått ut av yrkeslivet og er pensjonist. For å få billige og gode pensjoner, er det viktig å få høy avkastning på pensjonsfondet. Plassering av kapital er imidlertid risikofylt, og det er best forutsetning for å få til høy avkastning og å unngå tap om en tilpasser forvaltningen til risikofaktorene som foreligger.

Tenker en på et enkelt medlem av pensjonsordninga vil tidshorisonten være ekstremt lang og særlig enkelt forutsigelig. Det kan for eksempel være premieinnbetalinger i 40 år (fra 25 til 65 års alder) og deretter pensjonsutbetalinger i 25 år (fra 65 til 90 års alder). For personer med kortere utdanning kan perioden med premieinnbetaling være lengre, og både for akademikere og andre med perioder ute av yrkeslivet kan denne perioden være kortere. Pensjonsordningen tar på seg en forpliktelse til utbetaling i det øyeblikket premien blir betalt inn. Datoen pensjonsutbetalingene skal begynne vil være kjent i utgangspunktet, og med unntak for premieinnbetalinger kort før pensjoneringstidspunktet vil tidshorisonten for plasseringene være lang. Om en ser for seg ei pensjonsordning knyttet til en bedrift der det stadig kommer nye medlemmer til samtidig som medlemmer går ut, vil plasseringshorisonten for fondet øke i forhold til hva det ville være for et enkelt medlem. For slike pensjonsordninger vil investeringshorisonten i de fleste tilfeller være ekstremt lang, men den kan bli kortere om bedriften er under nedbygging eller er nedlagt.

I ei rein alderspensjonsordning, vil likviditetsrisikoen knyttet til utbetalingene være liten. Med ei rein alderspensjonsordning menes det ei ordning som ikke tilbyr annet enn alderspensjon. Uføretrygging og livsforsikring med utbetaling ved død er andre produkter og har helt annen risikoprofil. I ei alderspensjonsordning er det klart når pensjonene skal utbetales allerede når pensjonsordningen tar på seg forpliktelsene. Usikkerheten pensjonsordninga har gjelder medlemmenes levetid. Noen vil dø før de når pensjonsalder, mens andre vil leve og ha krav på pensjon i flere år enn det gjennomsnittet som premieinnbetalingene er basert på. Denne usikkerheten – dødelighetsrisikoen i gruppa som omfattes av ordningene – finnes det omfattende kunnskap om.¹ For pensjonsordninger til en veletablert bedrift med pensjoner som skal betales ut samtidig som premier kommer inn, vil det ofte ikke være behov for å ta likviditet fra fondet i det hele tatt. Fondet vil fungere som en buffer som vil øke eller avta om bedriften ekspanderer eller bygger ned virksomhet og dermed endrer medlemstallet i pensjonsordninga. Også i slike tilfeller vil likviditetsbehovene være kjent i god tid før utbetalinger skal finne sted.

En deler fondsbaserte pensjonsordninger i to klasser, ytelsesbaserte og innskuddsbaserte. Ytelsesbaserte ordninger har tatt på seg å gi den framtidige pensjonæren en spesifisert ytelse, mens innskuddsbaserte ordninger mottar et spesifisert innskudd, og skal betale ut en så stor pensjon som mulig basert på innskuddene som er mottatt. I begge tilfeller er det imidlertid en

¹ Empirisk basert kunnskap på dette feltet endres også. Tidlige endringer i Norge hadde bakgrunn i forbedring i sanitære forhold og kosthold, og levealderen økte i første halvdel av 1900-tallet dramatisk som følge av nedgang i spedbarndødelighet og i dødsfall omkring barsel. Etter dette er det langsommere endringer blant annet som følge av medisinske framganger. Her diskuteres ikke denne type usikkerhet som Keilmann (2003) hevder er undervurdert av Pensjonskommisjonen (2002)

lang plasseringshorisont og det er en "eier" av pensjonen som fastsetter hvilken avveining av forholdet mellom forventet avkastning og risiko som skal gjennomføres.

Om denne avveinga skjer på individuelt nivå, er det relevant å ta hensyn til andre plasseringer den enkelte vil ha. En person som har en fast inntektsstrøm i tillegg til arbeidsinntekt for eksempel som følge av utleie av bolig, vil ha denne inntektsstrømmen også når hun sjøl går ut av arbeidslivet. For henne vil det komme som et tillegg til pensjonen hun har spart opp til gjennom premiebetaling. Når hun bestemmer hvordan pensjonsmidlene skal investeres, er det viktig at hun tar hensyn til størrelsen på og usikkerheten forbundet med denne inntektsstrømmen slik at hun samlet sett skal få den eksponeringen hun ønsker. Ved beslutninger for ei kollektiv ordning, vil det være relevant å ta hensyn til liknende faktorer. Det som da teller vil være andre inntekter for gjennomsnittet av medlemmene i den kollektive ordninga. Det er vanskelig å tenke seg slike felles faktorer. Om fondet skal betale ut en supplerende tjenestepensjon, vil alderspensjon som tilfaller alle være en relevant felles faktor.

Et annet viktig poeng når målet for forvaltninga skal bestemmes, er å kartlegge eventuelle felles faktorer for bruken av midlene. En slik felles faktor for pensjonistene er kjøpekrafta pensjonen gir. Kjøpekrafta avgjør konsumet som vil bestå av varer og tjenester produsert både i hjemland og utland. Investeringer i ulike land vil ofte kunne gi ulik avkastning. For å trygge de reelle konsummulighetene for de framtidige pensjonistene på lang sikt, kan det derfor være relevant å fastsette målet som et veid gjennomsnitt av kjøpekraft i hjem- og utland.

Konsekvensene dette vil ha for om porteføljen skal investeres hjemme eller ute, kan knyttes til en diskusjon om utvikling av renter og kjøpekraft i hjemland og utland på lang sikt. Dersom det verken er kjøpekraftsparitet eller udekket renteparitet, sikres den reelle kjøpekraften for fondet ved å investere like mye i valuta som konsumandelen er. Dersom det både er kjøpekraftsparitet og udekket renteparitet på lang sikt, kan investeringsandeler settes uavhengig av konsumandeler. Dersom det bare er udekket renteparitet, kan også investeringsandelen settes uavhengig av konsumandelen ettersom avkastninga målt i felles valuta er den samme uavhengig av hvor det er investert. Dersom det bare er kjøpekraftsparitet, sikres størst mulig reell kjøpekraft ved å investere etter hvor avkastninga er størst. Spørsmålet om investering hjemme eller ute kan da diskuteres analogt med diskusjonen om aksjer eller obligasjoner i avsnittene under.

Det er et empirisk spørsmål om hypotesene om kjøpekraftsparitet eller renteparitet gjelder. Inspeksjon av data viser tendenser til at kjøpekraftsparitet mellom Norge og USA, Tyskland og Japan gjelder på lang sikt, mens det kan være betydelige avvik på kort eller mellomlang sikt. Renteparitet ser ut til å gjelde på lang sikt mellom norske kroner og amerikanske dollar, mens det på kort sikt kan være betydelige avvik. Renteparitet ser ikke ut til å gjelde mellom norske kroner og tyske mark (euro) verken på kort eller lang sikt. Kjøp og salg av varer og tjenester over landegrensar er mulig og vil virke som en underliggende kraft som vil bidra til bevegelse mot kjøpekraftparitet på lang sikt. Det er ingen krefter som skal tilsi at god avkastning på finansielle plasseringer i en periode vil bli etterfulgt av dårlig avkastning, og det er derfor ikke tilsvarende underliggende krefter som vil bidra til renteparitet. Det kan derfor være større grunn til å basere forvaltninga på kjøpekraftsparitet enn på renteparitet.

Uansett hvordan avveiningen mellom avkastning og risiko er foretatt, og hvilke retningslinjer for forvaltninga som er fastsatt, skal pensjonsfondet plasseres og forvaltes. Midlene bør for gitt avkastning plasseres så sikkert som mulig, eller for gitt sikkerhet plasseres med så høg forventet avkastning som mulig. Det er hensiktsmessig å bruke organiserte verdipapirmarke-

der (hjemme og ute) til store deler av plasseringene, og det er omfattende kunnskap om prinsipper for slik plassering når en tar hensyn til beskrankningene som ligger i tidshorisont, krav til likviditet og eventuelle andre bibetingelser for plasseringer. Derfor blir verdipapirmarkedenes samfunnsmessige rolle og noen ønskelige og viktige egenskaper de har, gjennomgått i neste kapittel. Her skal det imidlertid sies litt om investeringshorisont og porteføljeallokering, både etter den generelle teorien, og slik det blir etter norsk regulering.

2.2 Konsekvenser av investeringshorisont for ønsket plassering

I land med store fonderte ytelsesbaserte pensjonsordninger, det vil særlig si USA, Storbritannia og Nederland, har pensjonsfond hatt en stor andel aksjer i sine plasseringer. Det har vært hevdet at dette i praksis har gitt høyere avkastning på plasseringene – og dermed rimeligere pensjoner – enn en plassering med lavere aksjeandel ville ha gitt. Reint faktisk er det riktig at avkastninga i pensjonsfond i disse landene har vært høyere enn i andre land der myndigheter har regulert pensjonsfond til å ha lavere aksjeandeler av hensyn til sikkerheten for pensjonene. Økonomisk teori ikke har imidlertid klart å gi noen tilfredsstillende forklaring på størrelsen på meravkastninga ved å investere i aksjer,² og det innebærer en usikkerhet på om like stor meravkastning er realistisk også i framtida.

Erfaringen med de høge aksjeandelene ved lang investeringshorisont har vært noe i strid med lenge etablerte teoretiske resultater fra økonomisk teori. I finanslitteraturen er et sentralt resultat at en investor som bare har finansinntekter kan oppnå sin ønskete avveining av forventet avkastning og risiko ved å investere i to objekter. Et risikofritt eller sikkert objekt som gir en sikker avkastning og et risikabelt objekt som gir en større forventet avkastning, men der avkastninga har en kjent usikkerhet. Porteføljevektene er avhengig av hvordan muligheten for forventet høyere avkastning veies mot en betaling i form av forventet økt risiko, og at denne avveiningen er konstant over tid. Standardforutsetningene med hensyn til investors holdning til risiko og hvordan avkastninga svinger, innebærer at porteføljevalget ikke avhenger av investeringshorisonten. Investoren kan med andre ord oppføre seg nærsynt. Det (nominelt) risikofrie verdipapiret er statsobligasjoner, og etter teorien må alle risikable verdipapirer ha et felles forhold mellom forventet meravkastning og forventet økt risiko. Dette felles forholdet mellom forventet fortjeneste og risiko sies å representere markedsporteføljen. Teorien er basert på strenge forutsetninger om formen på nyttefunksjonen til investor, om avkastningas struktur og i tillegg må markedene fungere fullt ut effektivt for at slike verdipapirer som på denne måten er identiske med markedsporteføljen skal eksistere.

Nyere teori påpeker den begrensede verdien i disse resultatene som stammer fra de sterke forutsetningene som er gjort. Campbell og Viceira (2002) påpeker at investorens nærsynthet henger på forutsetninger om

- investorenes relative risikoaversjon,
- at avkastninga fra periode til periode er uavhengig,
- at preferansestrukturen er tidsadditiv (dvs. at nytten i en periode ikke avhenger av nytten i andre perioder) og
- at investor ikke har arbeidsinntekter, men bare kapitalinntekter.

De påpeker at alle disse forutsetningene i praksis ikke holder.

² Det såkaltte ”equity premium puzzle” etter Mahra og Prescott (1985) er ei fortsatt uløst gåte.

- Ut fra data kan det se ut som avkastninga på aksjer på lang sikt tenderer mot en normalisering slik at dårlige tider vil bli etterfulgt av gode, og omvendt.³ Dette innebærer at investor kan øke avkastninga ved å investere i verdipapirer med god avkastning i forhold til risikoen på gunstige tidspunkter, og tilsvarende å selge seg ut på gunstige tidspunkter.
- Det kan også se ut som investorer er mer risikoaverse i nedgangstider enn i oppgangstider. Det indikerer et brudd på forutsetningen om konstant risikoaversjon. Mot dette påpekes det at veksten i konsum og formue gjennom de siste hundre årene ikke har vært fulgt av noen trend for langsiktige realrenter og risikopremier. Det indikerer at risikoaversjonen ikke avhenger av formue (i absolutt forstand).
- Tidsadditiv nytte er tvilsomt blant annet fordi mange vil anta at det er vanedannelser i konsumet.
- Det er uklart om det sikre objektet vil være det samme uavhengig av investors investeringshorisont. Den langsiktige investoren tar en reinvesteringsrisiko ved å investere i objekter med kort løpetid, mens den kortsiktige investoren tar en renterisiko ved å investere i langsiktige papirer.
- De fleste investorer har også arbeidsinntekter. Arbeidsinntekten vil oftest utgjøre en sikrere inntekt enn kapitalinntekten. Spesielt viktig i denne sammenhengen er det at for en person som både er konsument og investor vil arbeidsinntekten tidlig i livet utgjøre en større del av forventet (gjenstående) livstidsinntekt enn seinere i livet. Det innebærer at om det antas at personene gjør et valg som gjelder konsummulighetene i hele levetida, vil investeringer med høy forventet avkastning og varians på avkastninga være attraktivt når en er ung, mens risikotakingen bør reduseres etter hvert som investoren blir eldre. Dersom det er mulig å øke arbeidsinntekten ved behov, vil det være mer attraktivt med risikable investeringer (aksjer). Om derimot arbeidsinntekten svinger i takt med aksjemarkedet – slik det for eksempel kan gjøre for ulike typer sjøl-sysselsatte konsulenter – bør det investeres mindre i aksjemarkedet, og mer i sikrere obligasjoner. Det kan føyes til at en garantert statlig alderspensjon i sammenhengen som diskuteres i dette punktet, må oppfattes på samme måte som en sikker del av livstidsinntekten.

Hovedpoenget i det siste punktet er spesielt relevant for pensjonsfond. I tilfellet der individet sjøl tegner en pensjonspolise, vil det nettopp være sikring av konsummuligheter over gjenstående løpetid som er perspektivet. Det kan tilsi at en starter med en høy andel aksjer med høyere forventet avkastning og dermed også høyere forventet varians. Etter hvert som pensjonsalderen nærmer seg bør en da en går over til økt andel sikre papirer (obligasjoner). Om det også er slik at en antar at avkastninga over tid normaliseres, vil det i denne sammenheng være et særlig viktig spørsmål om å finne et passe tidspunkt for å redusere aksjeandelen og øke obligasjonsandelen. Om en tenker på et kollektivt fond for ansatte i en bedrift, vil tilsvarende resonnement for hele massen av medlemmer føre til at fondet til pensjonsordninga for en ny og ekspanderende virksomhet (med unge ansatte) skal ha høy aksjeandel, mens fondet til pensjonsordningen til en virksomhet under nedbygging (og med eldre medlemmer i pensjonsordningen) skal ha lavere aksjeandel. Holter (2002) påpeker at det ikke vil bli trukket midler ut av fondet til pensjonsordninga til en etablert bedrift der samlet utbetalt lønn, premie-innbetaling og pensjonsforpliktelser vokser i takt med veksten i bedriften. Pensjonsfondet til en slik bedrift vil være en buffer som det først trekkes på om bedriften skulle bygges ned, og

³ Også Siegel (1998) argumenterer kraftfullt for at avkastningsstrukturen er slik, men ”mean reversion” vil i praksis være vanskelig å påvise med sikkerhet bl.a. fordi data vil ha en skjevhet fordi det er bedrifter (og markeder) som overlever som vil være inkludert i datamaterialet. Det vil derfor alltid kunne argumenteres for at en påvist ”mean reversion” er betinget av ”survivorship bias” i datamaterialet.

forvaltningen av fondet kan derfor innrettes svært langsiktig slik at en kan ta sikte på å gå inn i eller ut av aktiva med høyere forventet avkastning og risiko når markedet er gunstig.

Denne anbefalingen er helt i tråd med hva fondsforvaltere lenge har sagt og gjort. Det kan derfor her sies at teorien kommer etter visdom basert på erfaring og alminnelig skjønn.

2.3 Konsekvenser av norsk regulering for investeringshorisont

I individuelle og kollektive pensjonsordninger med oppsparing i fond er altså tidshorisonten i utgangspunktet normalt ekstremt lang, mens likviditetsrisikoen knyttet til utbetalingene ekstremt liten. Dette får slik det er forklart over, konsekvenser for fornuftig porteføljeallokering.

Vurderinga av tidshorisont er betingta av at det kunden etterspør blir levert av tjenesteyteren. I Norge fører imidlertid regulering av pensjonskasse- og livsforsikringsvirksomhet til endring i ytelsesbaserte pensjonsfonds risikoprofil. Kravet til årlig fordeling av avkastning med endelig virkning til den enkelte polise, og deretter krav om garantert utbytte basert på dette nye grunnlaget innebærer at plasseringene transformeres fra en langsiktig plassering til en sekvens med kortsiktige plasseringer, jf Holter (2002). Dette fører til at fondet må forvaltes med (lovpålagt) nærsynthet, og det gir en annen forvaltning av fondet.

Aksjer kan svinge betydelig i verdi på kort sikt, og på et års sikt kan også obligasjoner med lang tid fram til neste renteregulering svinge betydelig i verdi. Med investeringshorisont på bare et år ville forholdsvis kortsiktige obligasjoner bli den dominerende aktivaklassen for norske pensjonskasser og livsforsikringselskap. I de norske reguleringene er det imidlertid lagd et ”hull” ved at en har sagt at pensjonsinnretningen sjøl kan definere obligasjoner en ikke har til hensikt å kjøpe eller selge som anleggsobligasjoner, og slike obligasjoner kan bokføres til pålydende verdi. På disse vilkårene kan norsk pensjonsinnretninger også kjøpe langsiktige norske obligasjoner.

Tilsvarende ble det påpekt store avvik på kort og mellomlang sikt fra hypotesene om rente- og kjøpekraftsparitet. Det norske regelverket som forplikter til årlig avkastning gjelder i norske kroner, og innebærer at det vil være risikofylt for pensjonsinnretninger å ta udekkete posisjoner i fremmed valuta. Regelverket forhindrer dermed en valutaeksponering som ellers kunne vært vurdert.

Uansett om plasseringshorisonten endres av det norske regelverket, vil det være slik at plasseringshorisonten er kjent. Kjent plasseringshorisont og kjent likviditetsrisiko kan og bør utnyttes ved administrasjon av pensjonsfondet, og det vil fortsatt være hensiktsmessig å gjennomføre størstedelen av plasseringene i verdipapirmarkedene som blir omtalt i neste kapittel.

3. Verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske rolle, produkter og aktører

3.1 Verdipapirmarkedets samfunnsøkonomiske rolle

En helt generell innledning om det noe videre temaet – finansielle markeders samfunnsmessige betydning – kunne ta utgangspunkt i en økonomi med penger (sedler og mynt) som eneste finansobjekt. I en slik økonomi kan konsumenten bruke løpende inntekt til forbruk, realinvesteringer eller finansinvesteringer i form av penger (på kistebunnen). Konsumenter og produsenter kan i en slik økonomi ikke gjennomføre realinvesteringer uten basis i forutgående eller samtidig inntekt. Dersom en i en slik økonomi introduserer rentebærende lån som en mulig finansiell fordring mellom entreprenøren og konsumenten, enten direkte eller gjennom finansielle mellommenn, gir dette nye muligheter. Konsumenten får tilgang til et nytt finansielt plasseringsalternativ som er rentebærende, og private entreprenører får adgang til å lånefinansiere investeringer som vurderes som rentable. Dette framskynder både boligprosjekter og investeringer i produksjonsutstyr og bedrer kapitalakkumuleringen i økonomien. Ettersom investeringer er, og må være, basert på vurderinger av framtida, vil de innebære elementer av risiko. Kreditt gitt fra publikumssektoren (husholdninger, foretak etc.) til andre i publikumssektoren, blir først allment utbredt når risikofaktorene håndteres av et utviklet kredittformidlingssystem (det vil særlig si banker) med tilstrekkelig tillit. Virkelig store og risikable investeringer vil det imidlertid være vanskelig å finansiere sjøl for en enkelt bank fordi det kan innebære større risiko enn akseptabelt sjøl om finansinstitusjoner kan gå sammen om såkalte syndikerte lån. Store og risikable prosjekter kan finansieres gjennom egenkapital om private går sammen med begrensede andeler, og lån til store prosjekter kan ytes om flere långivere (inklusive banker) yter hver sin del av lånet.

Oppdeling i andeler gjør det mulig med større prosjekter fordi investeringer og risiko kan deles og spres utover større grupper. Eier- og låneandeler kan da standardiseres til henholdsvis aksjer og obligasjoner som med en samlebetegnelse kalles verdipapirer. Standardiseringen til verdipapirer kan bringe de finansielle kostnadene ved prosjekter ned fordi den som har stilt midler til rådighet vil kreve en lavere kompensasjon for dette når en kan trekke midlene tilbake ved egne behov for å rå over midlene. Det kan den opprinnelige investor gjøre med verdipapirer (eier- og låneandeler) ved at de kan omsettes i andrehåndsmarkeder. Slike markeder kan fungere når det foreligger tilstrekkelig allment tilgjengelig informasjon om verdipapirene og spilleregler for kjøp og salg av dem.

Risikoen ved prosjekter vil altså spres, og den vil bli plassert direkte hos dem som har sparemidler i stedet for å bli plassert i finansinstitusjoner som blant annet banker. Om finansinstitusjoner skulle finansiert prosjektene enten gjennom egenkapital eller gjennom fremmedkapital, ville det betydd at svært mye av den samfunnsmessige projektrisikoen ble konsentrert i disse institusjonene. Gjennom spredning av risiko og plassering av risikoen hos dem som faktisk har sparemidler, avlaster verdipapirer finansiell sektor for finansiell risiko og når det dermed kan settes grenser for finansinstitusjoners eksponering mot enkeltrisiko ytes et bidrag til finansiell stabilitet.

Standardisering av kontrakter og av krav til informasjon om prosjektene, innebærer også at investor kan velge hvor mye en er villig til å satse i ulike prosjekt, og å stille krav til avkastning som står i forhold til den risiko investor oppfatter er til stede. Beslutningen om å stille midler til disposisjon kan revurderes gjennom salg av verdipapirer om investor ikke skulle være fornøyd med utviklinga i prosjektet. Samlet fører dette til at kapitalmarkedene får den

viktige oppgava i samfunnsøkonomien å bidra til at *kapitalen kanaliseres* dit den kaster mest av seg. I en moderne økonomi er kapitalmarkedet et marked for fordringer på selskap i form av lån og for eierandeler eller aksjer i selskapet. En aksje i et selskap gir rett til en andel av selskapets overskudd og en rett til å utøve en viss kontroll med selskapet. For at disse markedene skal fungere effektivt, må prisen på fordringene og på aksjene i et bestemt selskap i størst mulig grad reflektere den tilgjengelige informasjon om selskapet. Et selskap hvor realkapitalen har høy avkastning, skal kunne finansiere en ekspansjon ved å hente inn kapital i markedet.

Verdipapirmarkedets spesifikke rolle i samfunnsøkonomien er altså å effektivisere utstedelse og omsetning av

- eierandeler i selskapene, - dvs. aksjer m.v.
- finansielle fordringer, - dvs. obligasjoner mv.

ved at aksjer og fordringer standardiseres i form av verdipapirer, og omsetningen organiseres og sentraliseres på en felles markedsplass med faste spilleregler.

Via verdipapirmarkedet kan mange – i prinsippet en ubestemt krets – bli deleiere i samme foretak på standardiserte vilkår, dvs. som aksjonærer. På samme måte kan en ubestemt krets – obligasjonseierne – bli långivere til samme låntaker på standardiserte vilkår. Aksjonærer og obligasjonseiere kan dessuten etter at aksjen eller obligasjonen er tatt opp til notering på det organiserte markedet omsette andelene i andrehåndsmarkedet. Aksjen eller obligasjonen kan selges til hvem som helst og uten at det skjer noen nærmere avtale med selskapet eller med låntakeren som har utstedt verdipapiret.

Vi kan ut fra dette identifisere fem kilder til samfunnsøkonomiske gevinster ved et organisert finansielt system med verdipapirer.

- Kreditt i privat sektor fremmer kapitalakkumulasjonen.
- Oppdeling av prosjektene sprer risiko og muliggjør store og risikable prosjekter.
- Dette avlaster finansiell sektor for finansiell risiko og bidrar til finansiell stabilitet.
- Konkurransen om å gi avkastning fører til at de beste prosjektene blir finansiert.
- Standardisering av fordringene til verdipapirer reduserer formidlingskostnadene.

Disse momentene gjelder også helt eller delvis for andre finansielle fordringer enn verdipapirer. Den samfunnsøkonomiske nytten av verdipapirer er dermed på mange måter sammenfallende med nytten av andre finansielle fordringer. Likheten med andre finansielle fordringer gjør at grensene for hvilke prosjekter som finansieres med verdipapir og andre finansielle fordringer skifter, og at andre finansielle produkter kan «utkonkurrere» verdipapir. Slik konkurranse er det for eksempel mellom syndikerte banklån og obligasjonslån, og banker kan skaffe utlån finansiering i obligasjonsmarkedet gjennom såkalt verdipapirisering av fordringer banken har. Verdipapir omsettes i regulerte markeder, men blir andre kapital- og kredittformidlingsmetoder tryggere, billigere og mer effektive, kan verdipapiret bli utkonkurrert. Kostnadene ved verdipapirhandelen bestemmes blant annet av betalings- og oppgjørssystem, børs og meglerapparat.

Disse fire forholdene er også viktige for oppbygging og forvaltning av pensjonsfond. Ei pensjonsordning kan i utgangspunktet ses som et redskap for å kunne overføre mulighetene til konsum (eller inntekter) fra en fase i livsløpet til en annen. Slik sett bygger pensjonsordninger

på akkumulasjon av kapital. Behovet for akkumulasjon reduseres når sparekapitalen settes i produktivt arbeid, pensjonsfondet nyter godt av at produksjonen kan økes gjennom å delta i risikable prosjekter og av at de beste prosjektene blir finansiert. Pensjonsfond har og glede av å yte lån på de vilkår obligasjonsmarkedet åpner for. Slik deltakelse må sjølsagt skje i kontrollerte former, og pensjonsfond vil generelt nyte godt av tiltak som effektiviserer kapitalformidlinga. Slik sett er velfungerende verdipapirmarkeder en forutsetning for effektive fonderte pensjonsordninger. For ordens skyld kan det her legges til at (innenlandske og utenlandske) verdipapirer ikke er de eneste aktivaklasser som er aktuelle for pensjonsfond. Det er også vanlig at de investerer i fast eiendom både ved kjøp av eiendommer og ved utlån spesielt til framtidige pensjonærer. Ordnete markeder for eiendom er derfor også gunstig for pensjonsfond, men hva slike ”ordnete markeder” innebærer vil ikke bli drøftet.

En viktig konsekvens av at verdipapirmarkedene tilbyr ulike standardiserte eier og låneandeler som det kan investeres i, er at de som har ledige midler – investorene – kan sørge for å sitte med en *diversifisert* portefølje ved å kjøpe og selge eier- og låneandeler i ulike selskap. Fordi det er forskjell på de enkelte selskapene og de usikkerhetsfaktorene det enkelte selskap står overfor, er det betydelig mindre risiko forbundet med å sitte med en slik portefølje enn det er å sitte med slike andeler bare i ett selskap. Denne muligheten til diversifisering er av stor samfunnsøkonomisk betydning, og er av særlig betydning for institusjonelle investorer som pensjonsfond og livsforsikringsselskap og den kan også utnyttes av private småinvestorer enten direkte eller gjennom verdipapirfond. Prosjekter som har høy samfunnsøkonomisk avkastning, men så stor risiko at ingen enkelt aktør er villig til å ta all risikoen, kan gjennom investorers diversifisering realiseres fordi eierandelene i virksomheten holdes av mange investorer slik at risikoen er spredd og gjennom det kan holde et akseptabelt absolutt nivå for den enkelte investor. Disse fordelene ved diversifisering gjelder også for andeler i lån til selskapet, men er av mindre betydning ettersom lån har høyere prioritet og derfor er forbundet med mindre risiko.

I tillegg til de fem kildene til samfunnsøkonomisk gevinst ved et organisert finansielt system med verdipapirer som ble nevnt over, kan vi føye til to forhold:

- Verdipapirmarkeder gir grunnlag for diversifisering og risikoreduksjon og dermed for sikrere sparing for dem som en periode har overskudd på midler.
- Velfungerende finansmarkeder inklusive verdipapirmarkeder bidrar til økte langsiktige vekstrater i økonomien.

At velfungerende finansmarkeder har en positiv virkning på den økonomiske utviklinga ligger i argumentene som er gjennomgått over. Virkningene er imidlertid også empirisk verifisert.

En grunnleggende gjennomgang av litteraturen som påviser at et velutviklet finansielt system bidrar til økonomisk vekst er gitt av Levine (1997). De teoretiske argumentene for bidrag til samfunnsøkonomisk effektivitet kan gjentas. Det bidrar til at arbeidsdeling og spesialisering øker ved at transaksjonskostnadene i økonomien blir mindre. Det reduserer informasjonskostnadene i økonomien og bidrar til en hensiktsmessig allokering av ressursene gjennom vurdering av prosjekter ved tilførsel av egen- eller fremmedkapital. Det gjør styring av risiko mulig både for sparere og for entreprenører, og det bidrar til innsyn i ledelse av foretak og til kontroll av ledelsen av dem. Gjennom disse kanalene bidrar det finansielle systemet til å generere sparing ved å gjøre den sikrere, og økt spesialisering bidrar til teknisk framgang i produksjon av varer og tjenester. I og med at det finansielle systemet vil prioritere å finansiere prosjekter med høy grad av produktutvikling, økes innovasjons- og veksttakten i økonomien.

Levine går deretter gjennom funnene fra empiriske studier av sammenhengen mellom en velutviklet finansiell sektor og økonomisk vekst. Han ser her både på studier som sammenlikner land generelt, studier som ser på særskilte sektorer i ulike land, og studier av situasjonen før og etter liberaliseringer i finansiell sektor i enkeltland. Det er grunn til å konkludere at det er en påviselig betydelig sammenheng mellom langsiktig økonomisk vekst og en velutviklet finansiell sektor. Det gjelder også i studier som kontrollerer for andre faktorer som bidrar til økonomisk vekst, og det er empirisk støtte for å bruke en velutviklet finansiell sektor som indikator på at landene seinere vil ha høy økonomisk vekst. Økonomisk-historiske studier som ikke bruker økonometriske teknikker, understøtter også denne konklusjonen.

Oversikten til Levine viser at det ikke foreligger presis kunnskap om hvilke deler av det finansielle systemet som gir avgjørende bidrag til vekst, og heller ikke om hvordan funksjonene som bidrar til vekst virker i ulike faser av en vekstprosess fra et jordbruksamfunn via et industrisamfunn til et primært tjenesteproduserende samfunn. Spesielt nevnes det at det ikke kan gis verken teoretisk eller empirisk svar på om bidrag til vekst varierer systematisk med strukturen i det finansielle systemet (de vil si om det er bankdominert som i Japan og Tyskland eller markedsdominert som i Storbritannia og i USA). Det er heller ikke mulig å skille verdipapirmarkedenes bidrag fra bidragene fra resten av finansiell sektor. Ut fra de ulike funksjonene finansiell sektor bidrar med, kan det virke rimelig å anta at både en moderne og effektiv finansiell sektor og effektive verdipapirmarkeder bidrar til vekst.

3.2 Verdipapirmarkedets primære produkter

I drøftinga av verdipapirmarkedene vil den norske lovbestemte definisjonen av verdipapirer bli brukt. Verdipapirer i Norge er egenkapitalinstrumenter som aksjer og grunnfondsbevis, låneinstrumenter som obligasjoner og sertifikater, og finansielle derivater som kan ha priser på aksjer, obligasjoner eller varer som underliggende instrumenter. Disse finansielle instrumentene ivaretar noe forskjellige samfunnsøkonomiske oppgaver.

I førstehåndsmarkedet for *aksjer* kanaliseres risikokapital til bedriftene, mens det i førstehåndsmarkedet for *obligasjoner* kanaliseres lånekapital til bedrifter og det offentlige. I andrehåndsmarkedet justeres kursene slik at kursene løpende avspeiler forventet avkastning og risiko. Dette medfører at en ved seinere utleggelse i førstehåndsmarkedene har et bedre grunnlag for prisfastsetting og dermed vil risiko- og lånekapital kanaliseres til områder med samfunnsmessig riktig pris på den aktuelle kombinasjon av avkastning og risiko. *Derivater* er verdipapirer med egenskaper avledet av aksjer eller obligasjoner og bedrer investorenes muligheter for risikostyring fordi de gjør det mulig å skille ut og isolere ulike risikokomponenter. På denne måten kan risiko fordeles innenfor det finansielle systemet til dem som har best vilje og evne til å bære risikoen til minst kostnad.

3.2.1 Egenkapitalmarkedet

Aksjemarkedet er egenkapitaldelen av verdipapirmarkedet. Egenkapitalen styrer prosjektene og bærer den endelige risikoen i dem. All aksjekapital har lik rett til sin del av den framtidige inntektsstrømmen fra prosjektet og aksjekapitalen har (stort sett) lik styringsrett med prosjek-

tene.⁴ Selskaper er avhengige av egenkapital for å være buffer for den endelige risiko, og i flere sammenhenger trenger også etablerte bedrifter tilgang til ny egenkapital.

Ved ekspansjon av virksomheten kan firma være avhengig av å kunne hente inn ny egenkapital. Bedrifter kan utvikle gode investeringsprosjekter uten å ha tilstrekkelig tilbakeholdt overskudd fra tidligere år til disposisjon. Full lånefinansiering kan være utelukket både fordi banker normalt vil prioritere sikre prosjekter framfor usikre, og i tillegg stilles krav om pant og / eller egenkapital for å bidra med finansiering.

Prosjektet som ønskes gjennomført, kan bestå i å overta en annen bedrift for å samordne virksomheten. Et organisert og åpent aksjemarkedet gjør det også lettere å foreta oppkjøp og sammenslåinger av selskaper. Det normale vil være at dette bidrar til at de samlede ressursene utnyttes mer effektivt.

Hvis selskapene ikke hadde hatt tilgang på risikokapital i aksjemarkedet, er det en rekke samfunnsøkonomisk lønnsomme prosjekter som ikke ville blitt gjennomført. Siden egenkapitalen bærer den høyeste risikoen, vil prosjektene måtte forvente høyere kostnad til egenkapital enn til annen kapital. Forventet avkastning på aksjekapital er derfor høyere enn avkastning på annen kapital. I denne forventningsverdien inngår også den ubegrensede oppsiderisikoen eierne av egenkapitalen kan få glede av.

I en aksjekapitalutvidelse tilføres selskapet kapital enten direkte ved oppgjør i kontanter eller indirekte ved at selskapet mottar verdier ved å utstede aksjer. De eksisterende aksjeeiere har normalt fortrinnsrett til nye aksjer, og tegningsretten kan gjøres til verdipapir som kan omsettes. Verdien av tegningsretten avhenger av tegningskursen i forhold til gjeldende markedskurs. Aksjonærene kan også bestemme å tilby nye aksjer eksklusivt til en bestemt investor eller gruppe av investorer til en framforhandlet pris i ”en rettet emisjon”. Aksjekapitalen kan også utvides ved å utstede obligasjoner som långiver kan kreve omgjort til aksjer i løpetiden eller ved forfall (konvertible obligasjoner). Kapitalen omdannes da fra fremmed- til egenkapital til en forhåndsavtalt omvekslingskurs.

Når en har aksjer, kan en på grunn av reglene om stemmerett og styring med prosjektet, ikke fri seg helt fra å vurdere sitt styringsansvar. Også ved vurdering av kapitalutvidelser kommer hensynet til styringsretten inn som en faktor. Implikasjonene dette har, vil bli kommentert seinere.

I Norge kan banker og andre gjensidige finansinstitusjoner utstede egenkapitalinstrumentet ”grunnfondsbevis”. Det avviker noe fra aksjer både med hensyn til eierrettigheter og risiko. De spesifikke faktorene som gjør seg gjeldende for grunnfondsbevis vil ikke bli drøfta i notatet. Som en forenkling kan det antas at egenskaper og oppgaver aksjer har, også gjelder for grunnfondsbevis.

3.2.2 Fremmedkapitalmarkeder

Fremmedkapitalmarkeder er lånemarkeder, og her gis det lån mot sikkerhet, og derfor får lånekapitalen ikke del i den ubegrensede oppsida ved prosjektene. Fremmedkapitalmarkedet som er åpent for de fleste aktører i norsk økonomi er markedet for banklån. I tillegg kan en

⁴ Forbeholdet når det gjelder styringsrett, er at det finnes eksempler på stemmerettsløse aksjer (B-aksjer), og det finnes også eksempler på aksjer som kan ha vetorett i forhold til for eksempel beslutninger om fusjon eller flytting av virksomheten (”gylne aksjer”).

låne gjennom kredittforetak som skaffer sine midler via innlån fra obligasjonsmarkedet. Kredittforetak, banker og større bedrifter kan låne direkte i obligasjons- og sertifikatmarkedene. Disse markedene er organiserte markeder for standardiserte omsettelige lån. For mange långivere og låntakere vil lånemarkedet og sertifikat- og obligasjonsmarkedet være alternativer. Det juridiske skillet mellom disse låneformene er i Norge at obligasjoner skal løpe minst et år og kan løpe i inntil 30 år. Kortere lån kalles sertifikater.

Siden dette skillet ikke er vanlig internasjonalt blir hele markedet omtalt som obligasjonsmarkedet. Etterspørselen i dette markedet er preget av store, institusjonelle og profesjonelle aktører som blant annet pensjonsfond og livsforsikringsselskaper. Obligasjonsmarkedene er viktig for å dekke staters lånebehov. Et velfungerende statspapirmarked bidrar både til billige og enklere statlige låneopptak. Enkel rente- og tilbakebetalingsstruktur og god likviditet særlig i enkelte lån som kan brukes som referanse for andre, er sentrale faktorer for å sikre et velfungerende marked. Statslån i Norge gis nå egenskaper slik at de er velegnet som referanse for andre lån. For nye statslån forfaller hele lånet til betaling på samme dato, og rentekuponen er fast fram til forfall. Samtidig gjør fravær av kredittrisiko statspapirer til det best egnede instrumentet for å gjennomføre pengepolitikken. Statslånene er også store sett i forhold til andre norske obligasjonslån. Imidlertid må norske obligasjonslån og fremmedkapitalmarkedene generelt i en internasjonal sammenlikning karakteriseres som små.

3.2.3 Derivatmarkedene

Et derivat er en avtale om en framtidig transaksjon til en forhåndsavtalt pris. Verdien av derivatet bestemmes eller avledes av verdien på det underliggende objekt eller variabel den framtidige transaksjonen gjelder (en aksje, en obligasjon, en valutakurs eller en varepris).

Det eksisterer et mangfold av ulike derivatinstrumenter som alle er mer eller mindre kompliserte varianter av to grunnleggende typer; terminer og opsjoner. I en *terminavtale* har både kjøper og selger rett og plikt til å foreta den framtidige transaksjonen til avtalt pris. Den avtalte prisen settes normalt slik at det ikke foretas betalinger mellom partene på inngåelsestidspunktet. I en *opsjonsavtale* er ikke rettigheter og plikter likt fordelt mellom kjøper og selger (utsteder) av kontrakten. Kjøperen av en opsjon har rett, men ikke plikt, til å kreve avtalen innfridd, mens utstederen har plikt, men ikke rett, til å innfri opsjonen. Kjøperen betaler et beløp (opsjonspremie) til utstederen ved inngåelsen av kontrakten som vederlag for retten til å utøve opsjonen. Opsjonspremien uttrykker markedsverdien av opsjonen på det tidspunktet kontrakten inngås.

Warrants er en spesiell form for kjøpsopsjoner som utstedes av selskapet opsjonen er rettet mot. Slike papirer kan være hensiktsmessig i forbindelse med opptak av et lån og når långiver i tillegg til avtalt rente får et antall warrants har långiver en mulighet til å ta del i verdistigning i selskapet etter at lånet er ytt. En warrant har formen ”en rett til å kjøpe en nyutstedt aksje i selskapet til en fastsatt kurs innen et fastsatt tidspunkt”. Om det er fastsatt at dette papiret kan omsettes atskilt fra lånet, kan långiver ved å selge få del i forventet verdistigning i selskapet uten å gå inn i selskapet som aksjonær på egenhånd. Når det er utstedt en warrants blir det i utgangspunktet ikke innbetalt aksjekapital og papirene gir ikke rett til utbytte eller stemmerett i generalforsamling (før de eventuelt er konvertert til aksjer og aksjekapital er betalt inn).

Tradisjonelle finansielle instrumenter er sammensatt av flere typer risiko. For eksempel innebærer en obligasjonsinvestering både kredittrisiko knyttet til utstederen og renterisiko knyttet til obligasjonskursen. Ved hjelp av derivater kan ulike risikotyper isoleres og styres

separat. En obligasjonsinvestering kombinert med et rentederivat kan separere renterisikoen på obligasjonen fra kredittrisikoen knyttet til obligasjonsutstederen. På samme måte kan investorer i aksjemarkedet bruke derivater til å styre den generelle (systematiske) kursrisikoen som ikke kan diversifiseres bort ved å investere i flere selskaper eller i aksjefond. Siden derivater innebærer liten inngangsinvestering er de kostnadseffektive verktøy for overføring og fordeling av risiko. Derivatposisjoner som tas i sikringsøyemed vil ofte samtidig redusere gevinstmulighetene på den underliggende posisjon som følge av fordelaktige prisendringer. Risikostyringsstrategier inneholder derfor ofte elementer av både sikring og spekulasjon slik at en ikke avdekker risikoen fullt ut.

En skiller også mellom derivater etter om de er helt standardiserte og omsettes over børs eller har preg av å være hylleware og omsettes av en utsteder over disk (otc eller "over the counter"). Standardiserte derivater har fast størrelse, gjelder et utvalg bestemte produkter og har faste forfallsdager. Hyllewarene i ad hoc markedet er ikke like standardiserte. De varierer i størrelse, de kan gjelde aksjer der det ikke er markedsmessig grunnlag for salg av et standardisert produkt, og oppgjørstidspunktet avtales i hvert enkelt tilfelle. Ad hoc kontrakter er ikke beregnet på alminnelig omsetning og kan bare i begrenset grad videreselges. Børsomsatte derivater er standardiserte både med hensyn til kvantitet og leveringsbetingelser. De handles åpent gjennom et organisert marked og gjøres opp via en avregningsentral. Avregningsentralen tar ikke sjøl posisjoner i noen handel, men fungerer som motpart for begge partene i en transaksjon slik at en kan si at sentralen deler handelen i to. Avregningsentralen krever at kjøpere og selgere skal plassere et beløp (margin) eller annen form for sikkerhet til sikring av kontraktsoppfyllelse.

3.3 Verdipapirmarkedenes ulike aktører

Verdipapirmarkedenes samfunnsøkonomiske rolle er slik der er forklart over å kanalisere kapital, og å bidra til at kapitalallokeringen er så riktig som mulig. Både privatøkonomisk og samfunnsøkonomisk er det ønskelig at denne formidlingsfunksjonen er så effektiv som mulig. Det er vanlig å skille mellom fire hovedgrupper aktører i verdipapirmarkedene etter hvilke roller de har. Det er utstedere, investorer, mellommenn og produsenter av verdipapirmarkedenes infrastruktur. I tillegg utøves tilsyn med institusjoner og virksomheten av særskilte tilsynsmyndigheter

Utstedere av verdipapirer er de som trenger finansiering av prosjekter. Det vil være selskaper som kan ha egenkapital som utstedes og omsettes som aksjer i verdipapirmarkedene. Både selskaper, offentlige enheter som nasjonalstater og kommuner, og kredittinstitusjoner utsteder obligasjoner.

Fordi det stilles krav til historikk som dokumenterer selskapene, vil ikke helt unge selskaper kunne delta i aksjemarkedene og fordi det i praksis stilles krav om kredittverdighet vil mange selskaper være utestengt fra å utstede obligasjoner. For å utvide kretsen av mulige utstedere er det etablert systemer for aksjeomsetning der kravene er lavere enn på børsenes hovedlister. I Norge er det både ei smb-liste med lavere krav til notering, og dessuten finnes det lister med prisnoteringer for "unoterte" aksjer. I større og mer likvide obligasjonsmarkeder enn det norske utstedes det obligasjoner av selskaper med lav kredittvurdering (søpleobligasjoner eller "junk bonds").

Pensjonsfond skal ikke finansiere prosjekter, de skal tvert om forvalte de midlene de har til forvaltning så godt som mulig innafor gitte rammer for sikkerhet og krav til avkastning.

Pensjonsfond vil derfor aldri være utstedere av verdipapirer. Selskaper som har som næring å yte tjenester for pensjonsfond (som livsforsikringsselskaper), kan være utstedere for å finansiere virksomheten med å yte tjenestene.

Investorer kan både være enkeltpersoner, private eller offentlige selskaper, stiftelser, private organisasjoner eller offentlige forvaltningsorganer (kommuner), og det som med en samlebetegnelse kalles institusjonelle investorer. Blant enkeltpersonene er det både hovedeiere av større børsnoterte selskaper, enkeltpersoner som prøver å tjene penger på kursbevegelse og temmelig forsiktige småsparere som søker meravkastninga plasseringer i verdipapirmarkedene kan gi. Enkelte selskaper kan ha investeringsvirksomhet som hovedformål, men andre selskaper kan være i verdipapirmarkedene for å plassere overskuddslikviditet i korte perioder. Tilsvarende kan sies om offentlige forvaltningsorganer. Blant de institusjonelle investorene er verdipapirfond, pensjonsfond, forsikringsselskaper og andre finansinstitusjoner de viktigste. Enkelte av dem vil, gjennom offentlig regelverk eller gjennom eget formål, bare være aktive i deler av verdipapirmarkedene. For eksempel vil banker i liten grad handle aksjer, men de kan dominere aktiviteten i obligasjonsmarkedene. Verdipapirfond har som regel en begrensning på sitt investeringsunivers i sitt mandat – pengemarkedsfond investerer for eksempel i obligasjoner med kort løpetid, mens aksjefond investerer i aksjer.

Ved drøfting av hva som styrer investorers beslutninger er det vanlig å skille mellom porteføljeinvesteringer og strategiske investeringer. Porteføljeinvesteringer er gjort for å tjene penger på porteføljens verdiutvikling, og slike investeringer vurderes og kan omgjøres daglig. Ved strategiske investeringer er siktemålet å tjene penger på utviklinga i selskapet det investeres i gjennom aktiv deltakelse i styre (-valg) eller ved omlegging av virksomheten for eksempel gjennom fusjoner eller fisjoner.

Pensjonsfond skal bare kreve inn premier, betale ut pensjoner og forvalte fondet til beste for de framtidige pensjonistene. De skal ikke drive annen næringsvirksomhet, og vil derfor være porteføljeinvestorer. Når porteføljen blant annet består av aksjer, vil fondet likevel fra tid til annen måtte ta stilling til strategiske spørsmål som omlegging av virksomhet i selskaper de har eierinteresse i. Det vil de måtte gjøre gjennom å svare på oppkjøpstilbud som er satt fram. Hovedsaken må da være å vurdere hva som hensiktsmessig ut fra fondets egentlige formål.

Mellommennene gikk tidligere under navnet fondsmeglere, men kalles nå verdipapirforetak. Det finnes både sjølstendige verdipapirforetak og verdipapirforetak som er en del av banker. Mellommannens viktigste oppgaver er å være mellommann ved omsetning av verdipapirer i andrehåndsmarkedet og ved emisjoner både av egen- og av fremmedkapitalinstrumenter. Verdipapirforetak utfører analyser og gir råd og veiledning til sine kunder om investeringer. De er også rådgivere overfor bedrifter i finansieringsspørsmål og strukturspørsmål som fusjoner, fisjoner, oppkjøp m.v.

Et likvid verdipapirmarked krever at mange aktører bruker ressurser på å kjøpe og selge verdipapirer ofte. Slik virksomhet omtales ofte som spekulasjon eller arbitrasje, avhengig av om aktørene tar markedsrisiko eller bare jevner ut priser mellom markeder. I dag foregår mye av handelen i andrehåndsmarkedet ved at kjøpere og selgere stiller priser på i elektroniske handelssystemer som videreformidler og kobler kjøp til salg ved lik pris. Verdipapirforetak tilbyr investor inngang til handelssystemet, og garanterer for investors evne til å gjennomføre handelen. Ved ønske om kjøp eller salg av større poster vil verdipapirforetaket også undersøke interessen hos mulige motparter på andre måter. Verdipapirforetak tar seg betalt gjen-

nom gebyrer for tjenestene de yter med å tilrettelegge og garantere for at handel blir gjennomført. De tar seg også betalt for de ulike formene for rådgivningsvirksomhet de utfører.

En spesiell form for mekling skjer ved at prisstillere ("market makere") til enhver tid stiller forpliktende priser som det kan kjøpes og selges mot. Slik virksomhet har i seg elementer både av spekulasjon og arbitrasje. Den samfunnsøkonomiske nytten ved slik bruk av ressurser kommer gjennom økt likviditet og dermed lavere kapitalkostnader og riktigere priser i verdipapirmarkedene. Fortjenesten i denne formen for mellommannsvirksomhet ligger i forskjellen på kjøps og salgspriser, men slik virksomhet inneholder elementer av risiko ettersom prisstillere kan stille priser slik at alle vil kjøpe av (eller selge til) dem. I så fall risikerer prisstilleren å måtte skaffe (kvitte seg med) verdipapirene til en pris som innebærer tap ved virksomheten.

Infrastrukturinstitusjonene er børser, verdipapir- og oppgjørssentraler. Børser overvåker handelen, påser at regelverk overholdes og har systemer for distribusjon av informasjon som skal gå til markedsdeltakerne. Verdipapirsentraler fører eierregister for verdipapir, og har systemer for overføring av verdipapir mellom eiere når det er gjort handel. De stiller krav til deltakerne som bidrar til å sikre at avtalt handel blir gjennomført. Oppgjørssentraler går sjøl inn i handler (særlig i handel med derivater) og krever inn marginer som garanterer for at oppgjør for handelen blir gjort. Felles for alle disse institusjonene er at de bidrar til at handelen foregår i ryddige former og de bidrar dermed til å senke de samfunnsmessige kostnadene til kapitalformidling og kapitalallokering.

Tilsynsmyndigheten i Norge er Kredittilsynet, men på noen punkter har andre institusjoner medansvar i tilsynet. Det er tilsyn med aktører, produkter og virksomhet. Kredittilsynet har tilsyn med mange av de store aktørene i verdipapirmarkedene. Tilsynet med mange av dem, blant annet banker og forsikringssselskap, har primært andre formål. Tilsynet med aktører for å sikre velfungerende verdipapirmarkeder gjelder verdipapirforetak og infrastrukturinstitusjoner. Tilsynet påser at disse institusjonene har tilstrekkelig soliditet til å gjennomføre virksomheten og at de vil opptre nøytralt. I tilsynet med verdipapirmarkedenes produkter har markedsplassen – det vil si Oslo Børs – viktige oppgaver. I prospektkontrollen kontrolleres dokumentasjonen av nye produkter (aksjer og obligasjoner), og det er også daglig kontroll med at utstederne overholder sin løpende informasjonsplikt. For verdipapirhandelen er det et meget omfattende regelverk som skal følges. I verdipapirforetakene er det tilsyn med at interne regler og praksis er slik at virksomheten gjennomføres i samsvar med disse reglene. Noen regler – for eksempel reglene som skal hindre innsidehandel - er slik at tilsynsmyndigheten også har tilsyn med aktivitet som utføres av aktører som ikke er under tilsyn. Norges Bank er oppgjørsbank for pengeoppjøret mellom verdipapirforetakene, og har et ansvar for å påse at dette oppjøret skjer i betryggende former.

Ettersom spillereglene for verdipapirhandel i stor grad er felles internasjonalt og deltakerne i markedene er internasjonalt aktive, har det utviklet seg et omfattende internasjonalt samarbeid mellom tilsynsmyndigheter. Tilsynet med verdipapirmarkedene vil ikke bli drøftet i dette notatet.

4. Om markedene for omsetning av verdipapirer

I verdipapirmarkeder blir verdipapirer omsatt på daglig basis. Hvert enkelt salg innebærer at det ved omsetningen var en selger som var villig til å selge til den prisen som ble tilbudt, mens det var en kjøper som var villig til å kjøpe til den samme prisen.

Kjøp og salg av verdipapirer har ofte ikke bakgrunn i forhold som har utgangspunkt i verdipapiret. En eier av verdipapirer kan ha fått behov for å disponere midlene til andre formål, og vil da ønske å selge. Andre kan ha fått midler til disposisjon som de ønsker å plassere. Drøfting av slike forhold faller utafor rammene for dette notatet. Utgangspunktet her er det banale forholdet at det alltid er og definisjonsmessig må være likevekt (målt som realisert kjøp og salg) i verdipapirmarkedene. Her blir det drøftet enkelte forhold omkring verdipapirer som er viktige for prisfastsettelse og som kan føre til endringer i priser.

4.1 Aksjemarkedet

4.1.1 Prisene i aksjemarkedet

Resultatet i et selskap varierer med omsetning og priser på produkt og innsatsfaktorer (lønn, vareinnsats, fremmedkapital). Det innebærer at avkastninga som tilfaller eierne – det vil si avkastninga på aksjekapitalen – varierer. Ved en eventuell konkurs har aksjekapitalen lavere prioritet enn alle andre fordringer på selskapet. Derfor er risikoen knyttet til aksjer større enn risikoen knyttet til lån til selskapet. For at investorene i markedet skal være villige til å sitte med de utestående aksjene, må den forventede avkastninga være lik den risikofrie renta pluss en kompensasjon for risikoen på aksjen.

Prisen aksjen omsettes for, vil tilpasses slik at den forventede avkastninga på aksjen er lik dette avkastningskravet. Gitt avkastningskravet vil en nyhet som øker et aksjeselskaps forventede avkastning, føre til at prisen på selskapets aksjer stiger. Motsatt vil en økning i avkastningskravet, for eksempel på grunn av økt risiko, redusere aksjens pris gitt uendret forventet inntjening for selskapet.

Usikkerheten knyttet til den løpende fortjenesten og om prisen ved et videresalg av aksjen i andrehåndsmarkedet, er grunnlaget for at avkastningskravet for aksjer vil være høyere enn avkastningskravet for ulike former for lån.

En investor vil basere sin vurdering av et selskaps forventede avkastning og risiko på tilgjengelig informasjon. Etter hypotesen om *markedseffisiens* vil prisen på en aksje i et effektivt marked reflektere all tilgjengelig informasjon, og prisen vil raskt tilpasses ny informasjon.

For en veldiversifisert investor i et perfekt marked vil imidlertid risikoen knyttet til én aksje i det vesentlige avhenge av hvordan avkastninga på aksjen samvarierer med avkastninga på en diversifisert portefølje.

Priser på aksjer er, og må være, neddiskontering av forventninger om framtidige netto inntektsstrømmer. Det er stor usikkerhet knyttet til denne strømmen, særlig når en ser på en enkelt rapporteringsperiode (kvartal, tertial). Til enhver tid er det imidlertid likevekt i den forstand at alle som vil selge og alle som vil kjøpe får gjennomført sine handler til markedsprisen som da gjelder. Usikkerheten om verdien på inntektsstrømmen en kjøper seg inn i, fører til at enhver markedslikevekt er ustabil i den forstand at likevekten på neste handels-

tidspunkt kan være en helt annen. Det er fordi det da foreligger informasjon fra ytterligere en periode og forventningene prisen var basert på kan med mer informasjon tilgjengelig ha vist seg å ha vært for optimistiske (eller pessimistiske). Med den nye informasjonen tilgjengelig vil markedene korrigere ved at likevektsprisen målt i forhold til forrige likevekt får et kraftig fall (eller en kraftig stigning). Usikkerheten i en enkelt periode er så stor at det ikke uten videre er opplagt at forventningene om framtida vil justeres om det konstateres ”feil” i forventningene om en enkelt periode. Forventningene kan både gjelde enkeltelskaper eller den generelle økonomiske utviklinga, og det som i ettertid kan kalles forventningsfeil kan føre til store korreksjoner i prisene på enkeltaksjer eller til generelle korreksjoner på alle aksjene i et marked.

Når en i ettertid kommenterer det som da ser ut til å ha vært en generell overvurdering av finansielle fordringer, snakker en ofte i økonomisk debatt om ”finansielle bobler”. Slike episoder kan ha åpenbare skadevirkninger, for eksempel kan det vise seg at finansinstitusjoner har akseptert verdier som pant som med den nye likevektsprisen ikke eksisterer. At også generell undervurdering kan forekomme, er neppe fullt forstått, og det er heller ikke mulige skadevirkninger av ”negative finansielle bobler”.

Et viktig prinsipielt poeng med saksforholdet og debatten om dette er å forstå at store korreksjoner ikke i seg sjøl er et tegn på irrasjonalitet. Det er viktig å innse at likevektsløsningen for slike rasjonelt dannede priser – som altså er neddiskontering av forventninger om framtidige netto innteksstrømmer – er ”martingales” og de er dermed notorisk ustabile. Dette er et generelt økonomisk poeng som er matematisk bevist, og det fører til at det vil komme kraftige prisjusteringer når det viser seg at forventninger har vært for optimistiske eller pessimistiske.⁵ At slike justeringer – som både kan gjelde en enkelt aksje og de generelle aksjeverdiene – ikke kan reguleres bort, er imidlertid ikke noe argument for at krav om riktig og dekkende informasjon er uviktige. I økonomisk debatt framføres det ofte argumenter som ikke fullt ut respekterer at likevekten rett før en stor korreksjon også var rasjonelt dannet og basert på informasjonen som da var tilgjengelig. Dette fører både til redusert respekt for markedets aktører og markedets evne til allokering. Det fører også til krav om tiltak av ulike slag som ikke kan føre særlig godt med seg.

4.1.2 Aksjemarkedet og allokering av kapital

Prisene i andrehåndsmarkedet for aksjer bidrar til at selskap med høy inntjening på den eksisterende kapitalen, kan bli tilført mer kapital for ekspansjon, mens selskap med liten eller negativ inntjening får det vanskeligere om de ønsker å ekspandere. For at aksjemarkedet skal kunne utøve allokeringfunksjonen, må prisene på aksjene reflektere mest mulig informasjon om selskapene.

Bedre informasjonsflyt gir en pris som bedre reflekterer den underliggende økonomiske utviklinga i selskapet. Riktige priser forutsetter også at prisen ikke manipuleres, for eksempel ved at store investorer i en aksje utnytter sin markedsrett i aksjen overfor mindre aksjonærer.

Ledelsen i aksjeselskaper har som oppgave å forvalte aksjonærenes kapital best mulig gjennom å skape verdier for aksjonærene. Verdiene som skapes kan enten tas ut i form av utbetalt

⁵ En ”martingale” er en stokastisk prosess som er slik at forventningsverdien for prosessen på tidspunkt τ er lik realisert verdi på tidspunkt t . Konsekvensen av dette for økonomiske modeller der løsningen avhenger av forventninger om framtida ble vist av Blanchard (1979), mens Broze et al (1985) påpekte flere grunner til ustabilitet når modellen var mer generelt formulert.

utbytte, eller gjennom kursstigning som kan realiseres ved salg av aksjen. Når det gis riktig informasjon om relevante forhold ved selskapet, vil prisen på aksjen reflektere markedets vurdering av selskapet og dermed også om ledelsen har lyktes i sitt arbeid med å skape verdier for aksjonærene. Kravet til løpende å produsere resultater for aksjonærene har stor betydning for den indre effektiviseringen av selskapene. Indre reformer uten tilførsel av ny kapital skjer løpende, og bidrar til bedre effektivitet i bedriften og dermed i hele samfunnet. Dermed har den løpende noteringen av aksjer betydning for den samfunnsmessige effektiviteten i kapitalallokeringen også når det ikke skjer gjennom kapitalutvidelser.

4.1.3 Likviditeten i aksjemarkedet

Et sentralt begrep i drøfting av egenskapene til et verdipapirmarked er likviditet. Det sies ofte at et verdipapir er mer likvid dess større sjanse det er for at en aktør i markedet til ethvert tidspunkt kan kjøpe eller selge med små prisutslag, og det sies å være mer likvid jo mindre prisfall som utløses ved salg av en gitt mengde av papiret. Det finnes ikke noe entydig mål for likviditet, og både forskjellen mellom kjøpskurs og salgskurs ("spread") og omsetningsvolumet blir brukt som indikatorer på likviditet.

For en investor er det klart at likviditet er verdifullt, ettersom det innebærer friere råderett over finansielle plasseringer til lave kostnader enn om likviditeten er dårligere. Det innebærer at investor er villig til å betale noe for likviditet gjennom å stille lavere krav til avkastning på likvide enn på illikvide plasseringer. Kapitalkostnaden vil derfor være lavere for likvide aksjer og likvide aksjemarkeder. Likviditeten i aksjemarkedet kan slå ut i samfunnsøkonomiske kostnader om en sammenlikner to land der det ene har et likvid aksjemarked mens det andre ikke har det. Kapitalkostnaden i økonomien med lav likviditet i aksjemarkedet vil inneholde en ekstra likviditetspremie som ikke reflekterer underliggende økonomiske forhold ved selskapene og gjøre kapital dyrere i dette landet. Levine (1997) påpeker at god likviditet i aksjemarkedet kan gi vekst og dermed samfunnsøkonomisk gevinst ved at midlertidig ledige sparemidler kan transformeres til langsiktige investeringer.

I et likvid aksjemarked med mange aktører er det normalt vanskeligere å manipulere aksjekursene, og om mange søker informasjon i aksjemarkedet er det vanskeligere å holde verdifull informasjon eksklusiv. Det bidrar til priser som bedre reflekterer de underliggende økonomiske forholdene i selskapene. Mange aktører i aksjemarkedet vil derfor bidra til bedre informasjonsflyt og riktigere priser.

Omsetningsvolum brukes som indikator for likviditet, men det kan være en misvisende indikator. Stort omsetningsvolum kan gå sammen med store og raske prisendringer – stor volatilitet, og dermed nærmest med det motsatte av likviditet. Det kan skje om det kommer nyheter av betydning for vurdering av verdipapiret, og det fører til at mange ønsker å endre sin beholdning av det. Kjøp og salg som følger av dette vil være omsetning, men kan godt gå sammen med store prisutslag. I slike papirer der handel i seg sjøl blir tolket som informasjon som gir grunnlag for nye prisforventninger, kan det for investor være særlig vanskelig å kjøpe eller selge større poster uten prisutslag. Noe liknende kan gjøre seg gjeldende for verdipapirer der mange handler i flokk basert på uro eller rykter. Av begge disse grunnene er omsetning ikke aleine en sikker indikator på likviditet.

Jo større aksjepost som ønskes omsatt jo mindre sannsynlig er det at hele posten kan selges uten at prisen synker. Det kan skyldes en fallende etterspørselskurve for aksjen, og om det oppfattes som å være en særlig viktig aksjonær i forhold til den aktuelle aksjen slik at salget

tolkes som en dårlig nyhet om forventet inntjening i selskapet. Når markedet for en aksje er svært likvid, kan en stor post av aksjen selges uten at investoren får et ekstra tap ved at aksjekursen synker fordi han selger. Investoren vil vurdere salg om han trenger penger til andre formål, for eksempel om andre investeringer vurderes som bedre. Et likvid verdipapirmarked forutsetter mange aktører som kontinuerlig er villig til å kjøpe eller selge. Liten omsetning av en aksje gjør det altså vanskeligere å selge når investoren ønsker det. Da blir det krevd kompensasjon for i form av høyere avkastning. Det øker kapitalkostnadene for selskapet og større omsetningsvolum i andrehåndsmarkedet bidrar dermed til å redusere kapitalkostnadene.

Harris (1990) peker på fire aspekter ved likviditet – bredde, dybde, hastighet og elastiskhet – i sin drøfting av betydningen likviditet har. Her refererer bredde seg til spredningen mellom kjøps- og salgspriser (inklusive kommisjoner) for en gitt ordrestørrelse, dybde gjelder hvor mange aksjer som kan kjøpes eller selges til gitte priser, hastigheten gjelder hvor lang tid det tar før en melder inn en handel (med gitt størrelse og pris) til den er gjennomført, og elastiskhet gjelder hvor raskt prisene returnerer til utgangspunktet etter at de har skiftet på grunn av ubalanse forårsaket av en stor ordre initiert av en uinformert aktør.⁶

De tre første aspektene ved denne presiseringa av likviditet er intuitive og dekket gjennom den vanlige bruken av ordet slik det er referert over. Det siste aspektet kan trenge en nærmere forklaring. Harris skiller mellom hvem som initierer handelen, og hvem som besvarer initiativet ved å tilby likviditet. Han deler dessuten aktørene i to grupper – de informerte og de uinformerte – for hver aksje. Blant de uinformerte kan det både være småsparere, kortsiktige spekulanter, verdipapirforetak og større institusjonelle investorer som ikke har spesifikke interesser i eller forutsetninger for å vurdere den aktuelle aksjen. Når en uinformert aktør legger inn en stor eller liten ordre, er det ikke grunn til å forvente at handelen det fører til, gir informasjon til andre aktører om vurderinga av den aksjen. En må derfor anta at aksjen returnerer til sin tidligere likevektspris når ubalansen i ordreboka er rettet opp. Når en informert aktør legger inn en stor ordre eller tilbyr likviditet, må det antas å gi informasjon til andre aktører slik at aksjen ikke vil returnere til sin opprinnelige verdi etter handelen. Både dominerende eiere, verdipapirforetak som særskilt følger en aksje og andre aktører som etter en fundamental analyse av en aksje (og av sammensetningen av egen portefølje) er kommet til at de vil endre sin beholdning av aksjen når det kan gjøres til en ”riktig” pris, kan være informerte aktører.

4.1.4 Oppkjøp og restrukturering

Om et selskap gjennom oppkjøp av aksjer får full kontroll over et annet selskap, vil det gi en samfunnsøkonomisk gevinst om samordning av virksomheten innebærer en mer effektiv driftsmåte. Stordriftsfordeler innebærer at to selskaper i samme bransje vil kunne drives mer effektivt sammen enn hver for seg. Breddefordeler realiseres om det blir tatt ut kostnadsfordeler ved produksjon og distribusjon innenfor et sammenslått selskap sjøl om selskapene har forskjellige sluttprodukter. Hvis det kjøpende selskap driver en virksomhet som er mer lønnsom enn hva det kjøpte selskapet gjør, kan produksjonskapital og arbeidskraft i det kjøpte selskapet, settes inn i mer lønnsom virksomhet. På den måten kan bedriftsoppkjøp bidra til en samfunnsøkonomisk ønskelig omstrukturering av næringslivet.

⁶ Jamfør at i mekanikken sies et materiale å være svært elastisk om det raskt returnerer til sin opprinnelige form etter å ha blitt utsatt for et støt av gitt størrelse (for eksempel er en stålbjelke mer elastisk enn en limtredeger).

Bedriftsoppkjøp kan også være motivert av et ønske om å skaffe seg makt i markedet for selskapets sluttprodukter. Et slikt oppkjøp som kan være privatøkonomisk lønnsomt, vil ikke nødvendigvis være samfunnsøkonomisk ønskelig på grunn av redusert konkurranse i produkt-markedene.

Muligheten for at et selskap kan bli kjøpt av andre og muligens omstrukturert, kan virke som et insentiv for ledelsen i selskapet til å drive mest mulig lønnsomt.

I selskap hvor aksjene holdes av én eller noen få aksjonærer, kan de store aksjonærene være negativt innstilt til oppkjøpstilbud. De kan være redd for å miste kontrollen over «sitt» selskap og tap av prestisje. Er derimot aksjen holdt av mange aksjonærer, har aksjonærene neppe de samme motivene for å motsette seg oppkjøp, og det kan nettopp være trusselen om at selskapet kan bli kjøpt opp som sikrer aksjonærene at ledelsen i selskapet står på for å skape verdier for aksjonærene.

Dess større andrehåndsomsetning det er av aksjen, jo mindre prisøkning risikerer en oppkjøper å forårsake. Det reduserer de finansielle kostnadene forbundet med et oppkjøp. Jo mer likvid aksjen i et selskap er, dess bedre er altså mulighetene for å foreta et oppkjøp av selskapet. Det er for øvrig ikke opplagt at den likviditeten en vil finne i det daglige for en aksje vil være sammenliknbar med det som kreves for kjøp av en betydelig eierandel.

4.2 Obligasjonsmarkedet

Ulike gjeldspapirer utstedes av ulike utsteder. Kjennetegnene vil både knytte seg til hvem som er utsteder og til hvilken rentekupong og nedbetalingsprofil som gjelder for lånet. For noen lån er det jevn nedbetaling gjennom uttrekking av obligasjoner, mens andre betales ned under ett ved lånets forfall. Rentebeløpet som betales kan være fast ved hver rentebetaling fram til forfall eller de kan justeres på rentereguleringstidspunkter. Risikoen for konkurs eller for forsinkelser i betaling vil variere med utsteder.

Uansett om renta er fast fram til forfall, eller om den skal justeres til bestemte tidspunkter, vil den effektive renta på lånet endres på daglig basis i andrehåndsmarkedet. Lavere pris vil innebære høyere effektiv rente. For den enkelte obligasjon kan markedsprisen (markedsrenta) dekomponeres til to elementer. Det ene er ei felles rente for alle lån med samme tid fram til forfall eller fram til renteregulering. Det andre er en faktor som er spesifikk for det enkelte obligasjonslånet og som avhenger av konkursrisikoen for utsteder og på likviditeten i lånet. For at investorene skal være villige til å sitte med hele det utestående i et bestemt papir, må kursen være slik at den effektive renta er lik det risikojusterte avkastningskravet på papiret. Dette kravet avhenger blant annet av konkursrisikoen til utsteder og av likviditeten i papiret. Større likviditet gir lavere avkastningskrav og følgelig lavere effektiv rente på papiret. Når et selskap skal refinansiere et lån, eller utvide et eksisterende lån, er selskapets marginale lånekostnad lik den effektive renta på selskapets gjeldspapir. Det vil si at dess mer likvid gjeldspapirene er, eller dess større andrehåndsomsetningen er, dess lavere vil, alt annet likt, selskapets marginale lånekostnad være.

Obligasjonsmarkedet skiller seg fra aksjemarkedene ved at prisstillere (market makere) stiller forpliktende kjøps- og salgskurser. En sier gjerne at markedet er prisdrevet. Obligasjonsutsteder har lov til å eie og handle fritt med egne obligasjoner og kan dermed drive markedspleie i egne lån. Dette sikrer bedre likviditet i obligasjonsmarkedene.

I Norge er det lite omsetning av andre gjeldspapirer enn de likvide statslånene. Også i land med godt utviklede obligasjonsmarkeder konsentreres omsetningen i noen store likvide lån, mens det er en lang rekke lån det er lite eller ingen omsetning i. Ofte sitter pensjonsfond og andre institusjonelle investorer med foretaksobligasjoner i hele lånets løpetid. Om slike papirer omsettes er det ofte til en effektiv rente som for et statslån med samme bindingstid tillagt en risikopremie. Grunnlaget for riktig prising blir dermed dels om det finnes et effektivt og likvid marked for statslån eller andre referanselån, og dels om det foreligger tilstrekkelig god og åpent tilgjengelig informasjon som gir grunnlag for å fastsette kredittlementet i risikopremien.

For pensjonsfond er det et poeng at de har kjente og langsiktige likviditetsbehov og stort sett også god kjennskap til hvilken aktivallokering de vil ønske i lang tid framover. Ved å kjøpe private gjeldspapirer i kontrollerte former, kan de få høyere avkastning enn det som ligger i statspapirer gjennom risikopremien. Ved å sitte med papirene til forfall, holdes de administrative kostnadene nede, og pensjonsfondets likviditetsbehov kan ivaretas ved å holde noe statspapirer.

4.3 Derivatmarkedene

Kjøpere og selgere har ulike motiver for å handle i derivatmarkedene. De kan ha ulike oppfatninger om fremtiden, ulik risikoaversjon, eller ønske handel på grunn av ulik sammensetning av verdipapirportefølje. Prisene reflekterer både den aktuelle markedskursen og forventninger om svingninger i kursutvikling, og handel i markedet kan dermed genereres både av endringer i markedskurser og av endringer i usikkerheten knyttet til fortjenesteutvikling. En investor som allerede har aksjer kan bruke opsjoner eller terminer til å øke avkastninga på sin portefølje, eller han kan sikre aksjeporteføljen mot kursfall. Ulik risikoaversjon gjør det mulig for én investor å sikre seg mot ugunstig kursutvikling, mens en annen investor påtar seg risiko mot betaling.

Et effektivt derivatmarked med stor omsetning og god likviditet avhenger av et betryggende avregningssystem (clearing). Ved inngåelse av en derivatkontrakt vil investor stå over for risikoen for at motparten ikke oppfyller sine forpliktelser etter avtalen. Motpartsrisikoen kan være betydelig dersom ikke derivatkontrakten avregnes i en oppgjørssentral. Infrastrukturen rundt systemet for avregning og oppgjør av derivater bidrar også til å redusere både den operative, administrative og juridiske risiko. I tillegg bidrar oppgjørssentralen til å gi investor (og tilsynsmyndigheter) større oversikt både over posisjoner og risikoen ved dem. Totalt sett bidrar avregning til at derivatproduktet blir sikrere, mer fleksibelt og lettere tilgjengelig for investor.

5 Pensjonsfond, faktorer bak prisdannelsen og vurdering av oppkjøpstilbud

5.1 Generelle vurderinger

Momentene i drøftingene i kapittel 4 er viktige for pensjonsfond slik de også er for andre institusjonelle investorer. Det gjelder problemstillingene omkring riktige priser, om betydningen både av god og rask informasjon og av likvide markeder. Pensjonsfond vil ønske sikkerhet mot vilkårlighet og manipulasjon av priser også når store poster ønskes omsatt. I enkelte sammenhenger kan det være særskilt behov for regulering av pensjonsfond. Det er for eksempel viktig å påse at pensjonsfond har tilstrekkelig robusthet til å stå imot ei generell overvurdering av aksjeverdier ("finansielle bobler"). Dette argumentet inngår imidlertid bare i rekka av argumenter for å ha regler som sikrer soliditeten til pensjonsfond.

Alle faktorene som bidrar til et åpent, sikkert og likvid verdipapirmarked er viktige for pensjonsfond, uten at slike institusjonelle investorer har krav til markedene på disse områdene som skiller dem fra andre porteføljeinvestorer.

Tilsvarende kan sies om informasjon. Porteføljeinvesteringer vil være basert på *informasjon* som gir grunnlag for vurdering av framtidig avkastning, risiko eller likviditet. Etter hypotesen om markedseffisiens, som sier at verdipapirkursen reflekterer all tilgjengelig informasjon på et hvert tidspunkt, vil kurser raskt tilpasses ny informasjon som kommer til. Av dette følger at aksjekursene i seg sjøl er viktige bærere av informasjon, og gir signal om hvor kapitalen bør kanaliseres.

På grunn av den betydningen informasjon har, er kravene som stilles om informasjon sentrale i vurderinga av hva en hensiktsmessig regulering av verdipapirmarkedene vil være. Som sagt over er det ikke særskilte hensyn som gjør seg gjeldende for pensjonsfond og andre institusjonelle investorer på disse områdene, og det vises til drøftingene om informasjon, innsidehandel og om aksjemarkedet som et marked for selskapskontroll i NOU (1996:2).

5.2 Pensjonsfond og bedriftsstyring

Når pensjonsfond sitter med aksjer, må fondet faktisk ta stilling til styring av selskapet og andre strategiske spørsmål som kan komme opp.

For spørsmålene som gjelder løpende styring av selskapet, kan fondet ha en aktiv strategi og delta eller ha som politikk at fondet ikke skal være aktive og derfor ikke delta i generalforsamling og i valg av styre etc. Om alle pensjonsfond og andre institusjonelle investorer velger det siste som strategi, risikerer de at en liten gruppe eiere får kontroll over alle verdiene selskapet forvalter. I ekstreme tilfeller kan institusjonelle investorer sitte på aksjemajoriteten. Det kan lede til ledelsesdominert styring, men også til at selskapet får et styre valgt av et mindretall som ikke trenger ivareta interessene til institusjonelle investorer som pensjonsfond på en god måte.

Blant de andre strategiske spørsmålene som kan komme opp, er spørsmål om kapitalutvidelser eller om fusjoner.

- Når det gjelder kapitalutvidelser, må fondene analysere tilbudet om å skyte inn ny kapital på samme måte som de vurderer alle andre investeringer.

- Når det gjelder oppkjøpstilbud, er utgangspunktet at pensjonsfond skal forvaltes ut fra hensynet til framtidige pensjonister. Det tilsier at fondet sier ja eller nei til tilbudet ut fra en vurdering av hva som vil tjene pensjonistene eller med andre ord øker fondets verdi mest mulig.

Pensjonsfond vil derfor ønske å selge til (strategiske) investorer om de betaler mer for verdipapirene enn det som må antas å være ”normal markedsverdi”. Pensjonsfond har interesse av at strategiske endringer finner sted ettersom det må forventes å øke avkastninga på kapitalen, og har gjennom dette en interesse i å legge til rette for at strategiske ”grep” vil bli foretatt. Ser en på økonomien som helhet, vil slik atferd fra pensjonsfond og andre institusjonelle investorer bidra til økt samfunnsmessig kapitalavkastning.

Oppkjøpstilbudene kan ha flere former. Oppkjøret kan være i kontanter, eller i aksjer i det kjøpende selskapet, eller en kombinasjon av dette.

Ved et kontanttilbud, vil aksjene pensjonsfondet har bli omgjort til et sikkert pengebeløp som kan reinvesteres. Ettersom tidligere kjent informasjon var reflektert i aksjeprisen forut for oppkjøpstilbudet, vil fondets verdi øke om kontanttilbudet gir flere kroner enn fondet ville fått ved å selge aksjene til markedsverdien som gjaldt før tilbudet ble framsatt. Om tilbudet innebærer en merverdi i forhold til denne markedsverdien, bør fondet derfor normalt si ja til oppkjøpstilbudet. Forbeholdet gjelder om en har hatt informasjon som tilsier annen verdsetting, eller om en etter at tilbudet er framsatt har fått innsikt som tilsier at aksjens verdi vil stige. Ettersom pensjonsfond normalt ikke vil kunne motta innsideinformasjon er det viktige forbeholdet her informasjon som er kommet etter at tilbudet er framsatt. Informasjon før tilbudet ble framsatt er forutsetningsvis reflektert i prisen, og kan derfor vanskelig trekkes inn ved vurdering av oppkjøpstilbudet.

Ved et tilbud med oppgjør i aksjer, vil aksjene pensjonsfondet tidligere hadde bli gjort om til aksjer i et annet selskap. I dette tilfellet vil tidligere kjent informasjon om begge de aktuelle selskapene være reflektert i aksjeprisene forut for oppkjøpstilbudet. Dersom pensjonsfondet kan ”shorte” eller mangelselge – det vil si selge aksjer fondet mangler – vil fondets verdi øke om kontantene mangelsalget gir, innbringer mer enn fondet ville fått ved å selge aksjene i selskapet som ønskes overtatt til gjeldende markedsverdi. Om tilbudet konvertert til penger gjennom mangelsalg innebærer en merverdi i forhold til markedsverdien på aksjene fondet i utgangspunktet har, bør fondet derfor si ja til oppkjøpstilbudet. Det er grunn til å peke på at det kan være risiko knyttet til et slikt mangelsalg. Det er blant annet ikke sikkert at oppkjøpstilbudet får tilstrekkelig oppslutning blant aksjonærene til å gå gjennom. Når en skal anslå hva et mangelsalg vil innbringe, må en legge inn marginer for de ulike relevante sikringskostnadene som kan være aktuelle.

Et tilsvarende resonnement kan gjennomføres om oppkjøpstilbudet er gitt som en kombinasjon av aksjer og kontanter.

Mer vanskelig blir det imidlertid om det kjøpende selskapet i utgangspunktet ikke er børsnotert, og sikter mot børsnotering i forbindelse med oppkjøpet. Da vil salget av de nye aksjene ikke kunne gjennomføres før etter notering, og det vil herske en fundamental prisusikkerhet knyttet til hva som kan oppnås. Andre komplikasjoner kan være at det kjøpende selskapet er notert i en annen valuta enn selskapet som skal kjøpes. I så fall vil det også oppstå en valutarisiko i tilknytning til mangelsalget. Også denne faktoren kan sikres, men det vil innebære en kostnad som må tas i betraktning.

5.3 Internasjonale utviklingstrekk

På flere felt omtalt i forrige avsnitt vil internasjonale prosesser føre til endringer i det aktuelle regelverket. Innsidehandelsbestemmelsene i verdipapirhandelsloven ble i mars 2005 justert i lys av direktivet mot markedsmissbruk (Parlaments- og Rådsdirektiv 2003/6/ EF)⁷ som ble tatt inn i EØS-avtalen i 2004. Forskriftene som gir nærmere detaljer i regelverket er under behandling. Reglene omkring bruk av aksjonærmakt for å kontrollere selskaper er til vurdering i EU. Det er svært ulike regler som gjelder i Kontinental-Europa og i Nord-Europa. Et forslag om et direktiv som ville åpne for at hele Europa beveger seg mot det angloamerikanske systemet med markedsbasert kontroll, ble sommeren 2001 stoppet med minst mulig margin på grunn av tysk motstand. Et nytt forslag er er til behandling i EU-systemet. Forslaget fra ei arbeidsgruppe av eksperter på selskapsrett, siktet også mot å sørge for at regler som mange på kontinental-Europa anså at ble brukt i Storbritannia for å hindre fiendtlige selskapsoppkjøp, ble erstattet av regler som er akseptable for alle.

Samfunnsøkonomisk bør målet være å legge til rette for et system som maksimerer kapital-avkastninga. For pensjonsfond er det viktig at systemet har klare regler, og bidrar til at kapital kan tas ut av næringsvirksomhet der avkastninga faller og overføres til virksomhet der avkastninga stiger. Det er sannsynligvis også en fordel med identiske regler i et stort marked ettersom det gir klarhet om hvordan pensjonsfond skal forfølge sine interesser. I denne sammenheng er det også viktig at det etableres en felles (internasjonal) forståelse for hvordan institusjonelle investorer som pensjonsfond skal ivareta sine interesser.

Internasjonalt går det ei utvikling i retning av indirekte selskapskontroll, og derfor blir enkelte egenskaper ved og forutsetninger for dette systemet omtalt noe nærmere. Det gjelder også fornuftig atferd for pensjonsfond og andre institusjonelle investorer i et slikt marked. Det er imidlertid grunn til å understreke at også i systemer med indirekte kontroll, vil det være mulig for aksjonærer å påvirke selskapsledelser direkte gjennom offisielle og uoffisielle kanaler.

5.4 Kontrollfunksjonen ved systemer med indirekte kontroll

For at et system med markedsbasert kontroll med styring med selskaper skal gi et resultat som maksimeres av selskapets totale aktiva, må det være velfungerende markeder for

- aksjekapital
- gjeldsinstrumenter
- selskapsledelse
- selskapets endelige produkt.

For pensjonskassers investeringer er det de to første markedene som er av direkte interesse. Markedet for selskapsledelse har imidlertid også forbindelser til verdipapirmarkedene og dermed også for pensjonskassene. Forbindelsen oppstår om det gis aksjer eller kjøpsopsjoner på aksjer til ledelsen i selskapet. På den måten kan ledelsen få et sterkere insentiv til å handle i tråd med eiernes interesser. De bringes også nærmere et mål om maksimering av verdien på selskapets samlede aktiva.

⁷ Direktivet utvidet Norges plikt til å ha lovgivning som forbyr bruk av innsideinformasjon i handel med verdipapirer. Det nye direktivet knesetter den nye (Lamfallussy-) prosedyren for å fastsette detaljert regelverk på. Komitéer under Kommisjonen har forberedt det detaljerte regelverket som blir vedtatt som Kommisjonsdirektiver. Forskriftene som er til behandling gjennomfører også disse reglene. Grønvik (2001) drøfter denne prosedyren for fastsetting av detaljert regelverk.

I aksjeselskap med mange små aksjonærer vil eierne i liten grad utøve direkte kontroll med ledelsen, og mange av aksjonærene antar at andre står for styringa slik at de sjøl kan være gratispassasjerer. I et selskap med spredt eierskap og omsettelige aksjer vil aksjemarkedet indirekte kontrollere selskapsledelsen gjennom utviklinga i aksjekursen og gjennom trusselen om «fiendtlig» oppkjøp ved dårlig forvaltning av verdiene i selskapet.

Utviklinga i aksjekursen kan disiplinere ledelsen gjennom to kanaler:

- Dersom ledelsen sjøl sitter med betydelige aksjeposter eller kjøpsopsjoner i selskapets aksjer, er det i deres interesse at selskapet drives så godt at aksjenes verdi øker.
- Også når selskapsledelsen ikke eier aksjer eller kjøpsopsjoner, vil det være i selskapsledelsens interesse å holde aksjekursen oppe fordi det gjør eierne mer interessert i vekst bl.a. gjennom emisjoner.

For at aksjekursen skal virke disiplinerende på ledelsen, er det avgjørende at alle investorer i aksjemarkedet får informasjon om gode og dårlige nyheter fra selskapet raskt. Slik informasjon kan i prinsippet gis på to forskjellige måter:

- Gjennom offentlige kunngjøringer fra selskapsledelsen eller styret, for eksempel revidert regnskap eller meldinger om andre forhold i selskapet.
- Gjennom informasjon om kjøp og salg av selskapets aksjer som de informerte aktørene eller selskapets innsidere foretar seg.

Trusselen om oppkjøp disiplinere ledelsen ved at selskap som drives lite effektivt ofte er mer interessante *oppkjøpsobjekt* enn godt drevne selskaper. Investorer som ser muligheter for å få til en bedre drift av selskapet dersom de får effektiv kontroll over det, vil ofte bytte ut ledelsen i forbindelse med slike oppkjøp. Dess større muligheten for slike «fiendtlige» oppkjøp er, dess bedre innsats vil ledelsen være interessert i å yte for å hindre at potensielle oppkjøpere skal se store muligheter for å bedre selskapets drift.

En høyere aksjekurs gjør oppkjøp av selskapet dyrere. Derfor vil ledelsen være interessert i høy kurs på selskapets aksjer for å redusere interessen fra mulige oppkjøpere. Regelverk som virker begrensende på oppkjøp eller gjør dem mindre lønnsomme for oppkjøper, vil redusere den disiplinerende effekt slike oppkjøp kan ha på den sittende ledelsen.

5.5 Om pensjonsfonds deltaking i styring med selskaper og atferd ved strukturtiltak

Som eier av aksjer vil pensjonsfond ha rett til å utøve eiermakt blant annet ved å delta i generalforsamlinger, stemme i styrevalg og andre viktige beslutninger som behandles i generalforsamling. Pensjonsfond vil alltid – i hvert fall i Europa – være små eiere i enkeltselskaper.⁸ I mange land er det vanlig at pensjonsfond er passive eiere i den forstand at de ikke utøver eierretter i generalforsamlinger. Aktiviteten pensjonsfond utøver består i at de selger aksjer i selskaper der de ikke lenger har tillit til at det vil bli en akseptabel verdiutvikling for investere-

⁸ I Enron-saken ble det avdekket at de Enron-ansattes pensjonsfond hadde en svært stor eksponering mot Enron slik at sammenbruddet i selskapet var katastrofal også for pensjonene. I Europa er det allerede vanlig med regler som forhindrer slik plassering av pensjonsfondets midler, og det blir obligatorisk å ha slike nasjonale regler når direktivet om tjenestepensjoner er vedtatt og gjennomført, jf Grønvik (2002).

ringa, mens de kjøper i selskap de har tillit til. Dette vil ha betydning for aksjekursen, og kan dermed gi korrektiver til selskapet og dets styrende organer.

Det er imidlertid et spørsmål som bør vurderes om passivitet i styring kombinert med aktivitet gjennom markedet er en hensiktsmessig måte å maksimere verdiene pensjonsfondene forvalter. Dette er et spørsmål som i noen grad drøftes internasjonalt, men hittil er det ikke entydige konklusjoner i debatten. Kontroll av og styring med pensjonsfond drøftes i OECD (2002), men spørsmålet om hvordan pensjonsfond bør forvalte sine eierrettigheter tas ikke opp utover at det gis generelle anbefalinger til at pensjonsfond bør ivareta sine interesser. Noen anbefalte normer for utøving av selskapskontroll gis i OECD (1999), men heller ikke her er det spesi- fikk drøfting av hvilke normer som bør gjelde for (ulike grupper av) institusjonelle investorer. Også her gis det generelle oppfordringer til at aksjonærene bør være aktive, men problemstil- lingen er primært hvordan aksjonærene bør utøve eierskap. OECDs anbefalinger her er basert på tidligere anbefalinger fra en rekke ulike land som fulgte etter Cadbury-rapporten som kom i Storbritannia i 1992, og var det første eksempelet på mjuk lovgivning eller offentlig utstedte anbefalinger innen dette feltet.

Becht, Bolton og Röell (2002) framholder at den store veksten i midler pensjonsfond forvalter i kombinasjon med privatiseringer av tidligere offentlig eide virksomheter, er mye av grunn- laget for at diskusjonen om selskapsstyring er kommet høyere på dagsordenen internasjonalt. Et enkelt pensjonsfond vil normalt ikke være stor eier i noe selskap, men sett under ett kan pensjonsfond og andre institusjonelle investorer være en stor eiergruppering, spesielt etter hvert som midlene pensjonsfondene forvalter samlet sett øker. Om pensjonsfondene ikke forfølger sine interesser som aksjonærer i generalforsamlinger og liknende, vil kontrollen med den ansatte selskapsledelse da kunne bli svekket, og det vil være uheldig. I USA har en slik uheldig utvikling vært forhindret ved lov som påbyr amerikanske pensjonsfond å utøve sine eierrettigheter.⁹ Denne bestemmelsen har bidratt til å etablere en egen sektor med konsulent- tjenester for hvordan stemmer bør avgis for å ivareta pensjonærenes interesser.

I sin oversiktsartikkel over forskning omkring utøvelse av eiermakt påpeker Becht, Bolton og Röell (2002) at den faktiske eierstyring er fundamental for å lede til kapitalens verdiskapning. Tilnærminga der en ser selskap som profittmaksimerende enheter underlagt visse ytre tekniske og økonomiske beskrankninger er en dramatisk overforenkling som ser bort fra agentprob- lemer som er viktige både i daglig ledelse og ved investeringsbeslutninger. Behovet for regler eller normer om eierstyring skriver seg blant annet fra problemene med å få til kollektiv hand- ling som tar hensyn til alle relevante interesser når det er *spredt eierskap*. I aksjeselskap inne- bærer mange tiltak som kan gi eierstyring at en overlater til enkelte – enten et valgt styre, kredittinstitusjoner eller eksterne gjennom trussel om oppkjøp - å kontrollere ledelsen på vegne av alle. I denne sammenheng oppstår problemet med hvordan de egentlige eierne skal kontrollere dem som forvalter makten, og ikke ende opp som støttespillere for den daglige ledelsen.¹⁰ En måte å sikre at den daglige ledelsen arbeider for eierne, har vært å introdusere avlønningssystemer – gjerne opsjonsprogrammer – som sikrer at det faktisk er samsvar mel- lom daglig ledelse og eiernes interesser. Blant annet fordi den daglige ledelsen faktisk vil ha et kortere perspektiv på sitt engasjement i selskapet, ser en flere problemer ved opsjonsprog- rammer nå enn en gjorde kort tid tilbake, og insentivprogrammer aleine oppfattes som ineff- fektivt for å oppnå god styring. Nå synes mer interesse å være knyttet til problemstillinger omkring hvordan en kan sikre at styret er uavhengig av den daglige ledelsen, og en tilstøtende

⁹ Loven omtales som ERISA – Employment Retirement Income Security Act – og er fra 1974.

¹⁰ Problemet med hvem som skal kontrollere kontrolløren eksisterer også i pensjonsfond, verdipapirfond og andre institusjonelle investorer.

problemstilling er hvordan en kan sikre at styrets eksterne rådgivere (revisorer etc.) faktisk opptrer uavhengig av den daglige ledelsen.

I Norge har Petroleumsfondet fastsatt og publisert retningslinjer for utøvelse av eierrettigheter som er på linje med god internasjonal praksis slik det er formulert av OECD, se Norges Bank (2005). Retningslinjene slår fast at formålet er å sikre fondets finansielle interesser. Dette skal gjøres ved å beskytte og likebehandle alle aksjonærer, å respektere andre interessenters retter, å fremme god informasjon og å understreke styrets ansvar overfor aksjonærene. Det framheves blant annet at Petroleumsfondet er en langsiktig investor og at fondets interesser derfor ivaretas ved å påse at forholdet til ansatte og andre interessenter er skikkelig og dessuten at det tas hensyn til etikk, miljø og samfunn generelt. Styrets kvalifikasjoner må være allsidige, og styret må være uavhengig av selskapet. Norges Bank mener at publisering av normen har en sjølstendig verdi, og vil stemme over forslag i generalforsamlinger. Norges Bank vil årlig rapportere om sin utøvelse av eierrettigheter.

5.6 Om sammenhengen mellom selskapsstyring og aksjeverdi

Det blir også forsket på spørsmål omkring hvordan utøving av kontrollfunksjoner påvirker overskudd og aksjeverdi. Generelt er det få funn som ser ut til å være robuste overfor små endringer i forutsetninger og modellspesifikasjoner, men Becht, Bolton og Röell (2002) refererer enkelte resultater som kan underbygge konklusjoner trukket på teoretisk grunnlag. Gompers, Ishii og Metrick (2003) studerer empirisk om styringsstruktur og omfanget av aksjonærretter har betydning for fortjenesten ved å sitte med en aksje. De deler en samlet populasjon som omfatter 1500 store amerikanske bedrifter og som dekker mer enn 90 prosent av markedsverdien til de tre store aksjebørsene i USA¹¹ i ulike porteføljer etter om selskapene har aksjonærdemokrati eller kan sies å praktisere ledelsesdiktatur. Analysen viser at det første gir en systematisk og signifikant bedre avkastning enn det andre.

Bedriftene følges fra 1990 til 1999. Med unntak for selskapene med to eller flere aksjeklasser er det konstruert en aksjonærmaktindeks som gir et poeng for hvert tiltak selskapsledelsen kan sette i verk for å forhindre (fiendtlige) oppkjøp eller hindre aksjonærene i å utøve makt. Tiltakene omfatter muligheter ledelsen har for å forsinke beslutninger, for å beskytte seg mot beslutninger de ikke liker, krav om kvalifiserte flertall ved aksjonærbeslutninger og adgang til å holde minoriteter ute av styrende organer. Indeksen kan få verdier på mellom 1 og 24, avhengig av hvor mange av de 24 mulighetene indeksen omfatter ledelsen har tilgang til. En lav verdi på indeksen indikerer dermed stort aksjonærdemokrati.

De ti prosent av selskapene som har lavest verdi på denne indeksen er med i aksjonærdemokratiporteføljen, mens de ti prosent av selskapene som har høyest verdi er med i ledelsesdiktaturporteføljen. Det blir vist at utvalget av selskapene som har mest aksjonærdemokrati systematisk har høyere vekst i selskapsverdi, høyere fortjeneste, større salgsvekst, lavere kapitalutgifter og er involvert i færre selskapsoppkjøp enn de som har høy ledelsesmakt.

Resultatet er kontrollert på flere måter. Ved å kontrollere for resultatet i de øvrige åtte desilporteføljene er det konstatert at det er en tendens til at mer aksjonærdemokrati gir bedre avkastning, og resultatene holder seg om det korrigeres for hvilken næring selskapene er i, om de er store eller små, og om en bare ser på deler av observasjonsperioden. Styrken i effekten

¹¹ New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (AMEX) og National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ).

varierer noe i de ulike spesifikasjonene, men det ser ut som hovedresultatet – at selskaper med mye aksjonærmakt gjør det bedre enn selskaper med mye ledelsesmakt – er robust.

En påvisning av en sammenheng mellom den konstruerte demokratiindeksen og resultatet bedriftene oppnår, trenger ikke innebære en årsakssammenheng. Det gjelder spesielt fordi effektive markeder ville sørge for ”riktig” prisfastsettelse som tar hensyn til alle kjente forhold av selskapene. Forfatterne prøver ut tre alternative hypoteser til forklaring av funnet de har gjort.

1. Det er en sammenheng mellom reglene for aksjonærenes styring av selskapet og resultatene som oppnås, og kostnadene ved tiltak ledelsen har for å beskytte seg sjøl ble undervurdert av investorer i 1990.
2. Det er *ikke* en sammenheng mellom reglene for aksjonærenes styring av selskapet og resultatene som oppnås, men tiltak for å beskytte ledelsen ble innført av ledere som så at selskapets resultat ville bli dårligere på 1990-tallet.
3. Det er *ikke* en sammenheng mellom reglene for aksjonærenes styring av selskapet og resultatene som oppnås. Tiltak for å beskytte ledelsen er imidlertid korrelert med andre forhold som førte til dårligere resultater på 1990-tallet.

Det vises til artikkelen for å studere testene som er gjort. Forfatterne presiserer at datamaterialet ikke er slik at det tillater sterke konklusjoner om kausalitet. De konkluderer imidlertid med at de har funnet noe støtte for hypotese 1 og ingen støtte for hypotese 2. Når det gjelder hypotese 3 kan det synes som mellom en tredel og en seksdel av meravkastninga til demokratiporteføljen kan forklares gjennom hvilke sektorer som er representert. Når det gjelder vurderinger av framtidig avkastning, påpekes det at eventuell mer- eller mindreavkastning vil avhenge av om markedet har priset inn framtidige kostnader ved reglene for aksjonærenes styring av selskapet på en riktig måte.

Funnene til Gompers, Ishii og Metrick (2003) gir støtte til at pensjonsfond bør arbeide for å fjerne tiltak selskapsledelsen kan sette i verk for å forhindre oppkjøp eller hindre aksjonærene i å utøve direkte makt. Pensjonsfond synes å være best tjent med åpne forhold der selskapsledelsen ikke har slike maktmidler. Disse funnene må sies å være godt i samsvar med konklusjonene til Becht, Bolton og Röell (2002).

6. Om verdipapirmarkedenes ”tjenester” for pensjonsfond og andre sparere

Som det ble gjort greie for i avsnitt 2.1, ville det kunne være aktuelt for et pensjonsfond som ikke var underlagt norske reguleringer, å investere – også uten valutasikring – i andre valutaer enn i norske kroner.

Markedene som omtales som valutamarkedene er stort sett svært kortsiktige. Handel i dem involverer ofte store pengebeløp og kan innebære stor risiko. For bankene oppnås fortjenesten i handelen ved å arbitrere bort kortsiktige rente- og valutakursdifferanser i penge- og valutamarkedene. De store beløpene bankene handler for, er så godt som alltid sikret gjennom motgående handler med oppgjør på et annet tidspunkt. Det stilles krav til bankenes kapitaldekning i tråd med posisjoner de måtte ha både i rente- og valutamarkeder.

Pensjonsfond plasserer sine midler med sikte på plassering på lengre sikt, og vil normalt ikke drive denne type valutahandel, men det kan være aktuelt å kjøpe valutasikring av plasseringer. Valutasikrete plasseringer i andre lands verdipapirmarkeder vil kunne utnytte høy avkastning og gi nette eksponering i norske kroner. Ved langsiktige og usikrete investeringer i andre lands verdipapirmarkeder, vil pensjonsfond og andre institusjonelle investorer være avhengige av sikre og rimelige tjenester for overføring av valuta mellom ulike land for å kunne rebalansere porteføljen. Gjennom slike langsiktige plasseringer vil pensjonsfond kunne søke å utnytte fundamentale misforhold i valutaenes verdi.

Her blir faktorer ved valutamarkedene ikke drøftet, og som en forenkling blir ”tjenestene” pensjonsfond nyter godt av fra ulike verdipapirmarkeder omtalt som om det var ett verdipapirmarked.

6.1 Investors rolle i verdipapirmarkedene

Som det ble forklart i avsnitt 3.3 bedrer et verdipapirmarked rammene omkring finansinvesteringer for bedrifter og husholdninger og institusjonelle investorer. Ulike verdipapirer har ulike egenskaper, både ulik risiko og ulik forventet avkastning. Investorene vil kunne tilpasse forventet avkastning og samlet risiko ved å plassere i forskjellige verdipapirer. Kursen på aksjene i et oljeselskap vil for eksempel reagere positivt på en prisøkning på olje, mens for et transportselskap kan økte oljepriser innebære økte drivstoffutgifter og redusert lønnsomhet og dermed fall i aksjekursene. Ved å investere i begge selskaper reduseres den samlede risikoen ved endringer i oljeprisen. Et omfattende utvalg av verdipapirer gjør det mulig for investor å velge profilen på sin samlede portefølje i henhold til egne preferanser.

I et velfungerende verdipapirmarked fører investorenes virksomhet til at papirene blir ”riktig” priset. Hvis all tilgjengelig informasjon er reflektert i prisene, sies markedet å være effisient. Over tid vil kapitalen søke seg til de områdene hvor avkastninga er størst. Et selskap som viser god faktisk inntjening eller som forventes å vise god inntjening i framtiden, vil lettere kunne hente inn kapital ved emisjoner enn et selskap som er stilt overfor mindre gode framtidsutsikter.

I et organisert marked vil de børsnoterte papirene normalt være gjenstand for daglig omsetning. Børsnotering sikrer løpende overvåkning av aktører som utsteder aksjer, obligasjoner eller sertifikater. Foretakene har plikt til å informere om alt som kan påvirke kursene til børsen, som umiddelbart formidler dette videre til markedet. Investorene vil på grunnlag av

løpende informasjon kunne endre plasseringer i papirer som ikke utvikler seg som antatt, på et tidlig tidspunkt. Når det gjelder papirer som ikke omsettes i et organisert marked, er selskape-nes informasjonsplikt betydelig mindre. Plasseringer i slike markeder må baseres på mindre komplett offentlig tilgjengelig informasjon og hver enkelt investor må bruke ressurser på å skaffe informasjon. Dette taler for at kanaliseringen av kapital er sikrere og mer effektiv i et organisert marked enn utafør.

For at kapitalmarkedet skal fungere på en god måte er det nødvendig at aktiviteten i andre-håndsmarkedet er høy. De børsnoterte selskapene og obligasjonsutstederne er først og fremst interessert i kapitaltilførselen i førstehåndsmarkedet. I andrehåndsmarkedet kan investor avslutte sin investering, og denne muligheten er et vilkår for investeringen i førstehåndsmarkedet. Dårlig likviditet i andrehåndsmarkedet innebærer at det kan bli vanskelig å selge eller kjøpe verdipapirer uten at prisen endres betydelig. Samfunnsmessig er det ønskelig at likviditetspremien ikke blir for høy for da vil færre investeringsprosjekter tilfredsstille avkastningskravet. For å sikre en tilstrekkelig høy likviditet er både kortsiktige og langsiktige aktører viktige.

Sett fra investorenes side er det foruten at det er viktig å ha en god likviditet i markedet, ønskelig å ha et breiest mulig produktspekter. På den måten øker investors muligheter til å diversifisere og kurssikre sin portefølje. Derivathandelen har økt mulighetene til risikostyring for investor.

Derivater kan brukes til tre forskjellige formål: sikring, risikostyring og spekulasjon. Gjennom *sikring* kan investor «låse» avkastninga på en portefølje. En investor som innehar en større obligasjonsportefølje kan av flere årsaker ønske å «låse» avkastninga på porteføljen til dagens nivå. Dette kan han oppnå ved å selge obligasjoner på termin (rentefutures). En investor kan også bruke derivater til *risikostyring*. F.eks. kan en porteføljeforvalter bruke rentefutures for å endre renteesponeringen til en obligasjonsportefølje ved å kjøpe eller selge rentefutures på en enklere måte, og til en lavere kostnad enn om dette skulle vært gjort i obligasjonsmarkedet. Tilsvarende kan en porteføljeforvalter raskt, effektivt og til lave kostnader endre forholdet mellom investeringer i obligasjonsmarkedet og aksjemarkedet ved hjelp av rentefutures og aksjeindeks-futures. *Spekulanter* kan bruke derivater som et kortsiktig investeringsalternativ hvor mulighetene til å oppnå høy (prosentvis) avkastning (eller tap) er store. Et velfungerende derivatmarked er avhengig av både spekulanter og sikrere. I tillegg vil det finnes aktører som søker å utnytte prisdifferanser mellom derivater, og mellom derivater og underliggende verdipapir. De som er raskest ute vil i noen sekunder kunne kjøpe billigere i et marked enn de kan selge det samme papiret for i et annet marked, og dermed oppnå en så godt som sikker fortjeneste. Slik virksomhet kalles arbitrasje. Derivater er spesielt godt egnet for arbitrasjevirkosomhet siden investering i derivater krever liten kapitalinnsats sammenlignet med investering i underliggende verdipapir. Arbitrasjevirkosomhet medvirker til å redusere feilprisingen av derivater og underliggende verdipapirer, og er således med på å bedre effektiviteten i markedene.

6.2 Faktorer som inngår i en investeringsbeslutning

Ved drøfting av hva som styrer investeringsbeslutninger er det vanlig å skille mellom finansielle investeringer og strategiske investeringer. Finansielle investeringer kan også kalles porteføljeinvesteringer, og de gjøres for å tjene penger på porteføljens verdiutvikling. Slike investeringer vurderes og kan omgjøres daglig. Ved strategiske investeringer er siktemålet å

tjene penger på utviklinga i selskapet det investeres i gjennom aktiv deltakelse i styre (-valg) eller ved omlegging av virksomheten for eksempel gjennom fusjoner eller fisjoner.

Pensjonsfond skal bare kreve inn premier, betale ut pensjoner og forvalte fondet til beste for de framtidige pensjonistene. De skal ikke drive annen næringsvirksomhet, og vil derfor være porteføljeinvestorer. Når porteføljen blant annet består av aksjer, vil fondet likevel fra tid til annen måtte ta stilling til mer strategiske spørsmål som omlegging av virksomhet i selskap de har eierinteresse i. Det vil de måtte gjøre gjennom å svare på oppkjøpstilbud som er satt fram. Hovedsaken må da være å vurdere hva som hensiktsmessig ut fra fondets egentlige formål.

Ved porteføljeinvesteringer vil investor normalt vurdere sine investeringer på basis av tre faktorer:

- forventet avkastning
- forventet likviditet
- risiko

Et verdipapirs markedskurs avspeiler markedssaktørenes vurdering av nåverdien av de beløp som i framtiden vil komme til utbetaling. Det vil si utbytte og proveny ved eventuelt salg, justert for skatt og omkostninger. Nåverdien vil påvirkes av forventninger til verdipapirets likviditet og samlet risiko tilknyttet investeringen.

Ved strategiske investeringer er motivene mer sammensatte ettersom investor normalt vil ønske å øve innflytelse på utstederen av det aktuelle verdipapiret eller andre investorer i samme verdipapir. En strategisk investor kan derfor være villig til å betale en høyere kurs for et verdipapir enn en finansiell investor. Det vil blant annet være tilfelle om investoren gjennom fusjon eller nært samarbeid med annen virksomhet ønsker å oppnå synergivirkninger eller skalafordeler. Det kan også være fordi investoren ønsker å påvirke konkurransesituasjonen i et marked.

7. Oppsummering

Ved etablering av fonderte pensjonssystemer ønsker en å plassere fondet sikkert og med god avkastning. Det er mulig å plassere i kapitalmarkeder slik at det avspeiler fondets ønskete risikoprofil. Fonderte alderspensjonsordninger vil ha lang investeringshorisont og liten likviditetsrisiko for sine plasseringer med mindre (som i Norge) investeringshorisonten blir regulert til å være kort. For pensjonsordninger til bedrifter i jevn drift trenger det ofte ikke være behov for å ta midler fra fondet i det hele tatt. Både ytelsesbaserte og innskuddsbaserte ordninger vil ha en lang plasseringshorisont og "eieren" av pensjonen må avveie av forholdet mellom forventet avkastning og risiko når fondet skal plasseres. I avveinga vil det være relevant både å ta hensyn til andre inntekter og forventet forbruksmønster for pensjonistene. For eksempel kan en ta hensyn til ei obligatorisk offentlig ordning ved å velge andre porteføljeandeler enn de en ville valgt uten den offentlige ordninga. Normalt kan pensjonen fra den offentlige ordninga anses å være nominelt sikker på linje med obligasjoner, og en vil da ta hensyn til ytelser fra den ved å velge en høy aksjeandel. Tilsvarende vil en kunne sikre verdien av pensjonærenes forventete forbruk ved å fastsette målet for forvaltningen til å sikre et veid gjennomsnitt av kjøpekraft i hjem- og utland.

I den faktiske avveinga av plassering av fondsmidlene må en dessuten gjøre forutsetninger om strukturen på den finansielle avkastninga for aksjer, obligasjoner og valuta. På lang sikt ser det ut til å være tendenser til normalisering av avkastninga ved aksjeinvesteringer ("mean reversion"). Ettersom avkastninga på aksjer på lang sikt også er større enn avkastninga på obligasjoner tilsier dette en høyere aksjeandel når horisonten er lang nok til at tendensen til normalisering slår gjennom. Dette forsterkes ved at det er en reinvesteringsrisiko ved kort-siktige nominelle investeringer (i obligasjoner) når tidshorisonten faktisk er lang. Et poeng som ville gjelde om en hadde individuell styring med plasseringen og valg av risikoprofil for "eget pensjonsfond", er at det vil være forskjell i optimal allokering avhengig av alder. I ung alder vil en forholdsvis sikker arbeidsinntekt tilsa en høy aksjeandel (for å optimalisere livstidsinntekt), mens optimal aksjeandel vil gå ned etter hvert som alderen øker ettersom stadig større del av forventet gjenstående livstidsinntekt vil komme fra (det individuelle) pensjonsfondet. I Norge vil egen pensjonssparing være et supplement til ei offentlig pensjonsordning der ytelsene indekseres, og det kan som forklart over tilsa en høy aksjeandel.

Pensjonsfond vil være langsiktige eiere av verdipapirer både innenlands og i utlandet for å ta hensyn til fondets formål og muligheten for sikker og forholdsvis trygg avkastning. Med dette utgangspunktet er det gjennomgått viktige aspekter ved hvordan verdipapirmarkeder kan organiseres for å fungere godt. Blant viktige faktorer er krav om integritet i markedet, blant annet gjennom rask og lik informasjon til alle markedsdeltakere. For at nyheter og nye vurderinger skal spres raskt i markedet med lave kostnader, er det en fordel om verdipapirmerkene er likvide.

Pensjonsfond er som følge av sine formål langsiktige investorer. Det tilsier imidlertid ikke at de er "passive" i den forstand at de ikke kjøper og selger aksjer. Tvert om tilsier kravene til avkastning i porteføljen at pensjonsfond kan flytte investeringene raskt. Det kan dermed bli økt kapitalmobilitet i makro om det er flere store pensjonsfond (og andre store institusjonelle investorer). Dette vil øke likviditeten i kapitalmarkedene og bidra til høyere samfunnsmessig kapitalproduktivitet.

Når pensjonsfond blir aksjonærer, har de rett til å utøve eierrettigheter. Om institusjonelle investorer ikke utøver sine retter, vil det øke individuelle enkeltaksjonærer og ledelsens makt i bedrifter. Det er derfor viktig at pensjonsfond utøver eierrettigheter slik at prioriteringer som ikke maksimerer aksjonærenes verdi ikke vinner fram. Det er gjort greie for forskningsresultater som tilsier at likebehandling av aksjonærer, avskaffing av tiltak som beskytter daglig ledelse og sikring av styrets uavhengighet i forhold til den daglige ledelsen, øker aksjonærverdiene. Pensjonsfond bør derfor aktivt jobbe for slike verdier i selskapsledelse.

Når det gjelder oppkjøpstilbud, bør fondet si ja eller nei til tilbudet ut fra en vurdering av hva som vil tjene pensjonistene (det vil si ut fra hva som øker fondets verdi mest mulig). De bør derfor selge til investorer som betaler mer enn ”normal markedsverdi” for verdipapirene. Ved et kontanttilbud, vil aksjene pensjonsfondet har bli omgjort til et sikkert pengebeløp som kan reinvesteres, mens ved tilbud med annet oppgjør i aksjer, kan fondet ved ulike finansielle teknikker gjøre om tilbudet til en kontantekvivalent og vurdere tilbudet ut fra det. Med en slik strategi, vil en bidra til å sette press på selskapsledelsen for å øke aksjonærverdiene.

Referanser:

- Becht, Marco, Patrick Bolton and Ailsa Röell (2002): *Corporate Governance and Control* in Constantinides et al (2002).
- Blanchard, O.J. (1979):] "Backward and Forward Solutions for Economies with Rational Expectations". *American Economic Review 69 Papers and Proceedings*, s 114-118.
- Broze, L., C. Gourieroux og A. Szafarz (1985): "Solutions of Linear Rational Expectations Models". *Econometric Theory 1*, 341-368.
- Campbell, John Y. and Luis M. Viceira (2002): *Strategic Asset Allocation. Portfolio Choice for Long-Term Investors*. Oxford: Oxford University Press.
- Constantinides, George, Milton Harris and René Stultz (2002): *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: North-Holland.
- Gompers, Paul, Joy Ishii and Andrew Metrick (2003): "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics 118*, 107-155.
- Grønvik, Gunnvald (2001): "Verdipapirregulering og komitologi – mer om utviklingen av de indre finansielle markeder i EU" *Penger og kreditt 29*, 91 – 100. Norges Bank, Oslo: 2001.
- Grønvik, Gunnvald (2002): "Et indre marked for pensjonskasser?" *Penger og Kreditt 2002/2*, Oslo: Norges Bank.
- Harris, Lawrence E. (1990): "Liquidity, Trading Rules, and Electronic Trading Systems." *Monograph 1990 – 4*. New York University: Leonard N. Stern School of Business.
- Holter, Caspar (2002): "Rammebetingelsene for kapitalforvaltning i norske livselskaper", Rapport utarbeidet for FNH. Pensjon & Finans, oktober 2002.
- Keilman, Nico (2003): "Pensjonskommisjonen bør ta usikkerhet i befolkningsutviklingen alvorlig" *Økonomiske analyser 2/2003* (s16 – 24). Oslo: Statistisk sentralbyrå.
- Levine, Ross (1997): "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature 35*, 688-726.
- Mahra, Rajnish and Edward C. Prescott (1985): "The equity premium: A Puzzle", *Journal of Monetary Economics 15*, 145 – 161.
- NFF (2002): "Anbefalte normer for god Corporate Governance i Norge." Høringsforslag 24. oktober 2002. Oslo: Norske Finansanalytikeres Forening.
- Norges Bank (2005): "Prinsipper for eierskapsutøvelse og ivaretagelse av finansielle verdier". Norges Banks hjemmeside 30.08.2005. Oslo Norges Bank. Internettadresse: <http://www.norges-bank.no/petroleumsfondet/eierskap/prinsipper.html>

NOU (1995:1): "Investeringsforetak". *Innstilling I fra Verdipapirlovutvalget oppnevnt ved kongelig resolusjon 31. januar 1994. Avgitt til Finans og tolldepartementet 16. desember 1994.* Oslo: Statens forvaltningstjeneste.

NOU (1995:16): "Fra sparing til egenkapital". *Utredning fra utvalg oppnevnt ved kongelig resolusjon 2. desember 1994. Avgitt til Finans- og tolldepartementet 29. mai 1995.* Oslo: Statens forvaltningstjeneste.

NOU (1996:2): "Verdipapirhandel" *Innstilling II fra Verdipapirlovutvalget oppnevnt ved kongelig resolusjon 31. januar 1994. Avgitt til Finans og tolldepartementet 19. desember 1995.* Oslo: Statens forvaltningstjeneste.

OECD (1999): *OECD Principles of Corporate Governance.* Paris: OECD.

OECD (2002): *Guidelines for Pension Fund Governance (OECD Secretariat).* Paris: OECD.

Pensjonskommissjonen (2002): *Mål, prinsipper og veivalg for pensjonssystemet.* Foreløpig rapport fra Pensjonskommissjonen 4. september 2002. Oslo: Finansdepartementet og Sosialdepartementet.

Siegel, Jeremy J. (1998): *Stocks for the long run. 2nd ed.* New York: McGraw-Hill.

