

# Statlig eierskap på Oslo Børs

Bernt Arne Ødegaard\*

30 mai 2009

## Sammendrag

Vi analyserer hvordan Oslo Børs påvirkes av det direkte statlige eierskapet i norske selskaper. Vi har først sett om det er en "statsrabatt" på Oslo Børs. Ved å se på data fra 1989 til 2007 har vi funnet noen indikasjoner på en slik rabatt, en negativ sammenheng mellom lønnsomhet, målt ved  $Q$ , og direkte statlig eierandel, men denne sammenhengen var kun signifikant i første del av perioden, 1989–1997. Vi har også sett på den risikjusterte aksjeavkastningen for statens portefølje. Porteføljens alfa (risikjustert meravkastning) var ikke signifikant forskjellig fra null. Vi har til slutt sett på statlig eie og likviditet. Det er noen tegn til at statlig eierskap påvirker likviditet, målt ved spread, negativt i siste del av perioden. Sammenhengen mellom volatilitet og statlig eierskap er ustabil over tid, den skifter fra positiv til negativ.

## Introduksjon

Statlig eierskap i Norge er et emne som er gjenstand for stor offentlig debatt, hvis en skal dømme etter antall offentlige dokumenter som tar for seg problemet.<sup>1</sup> Statlig eierskap er av flere typer, og er begrunnet på forskjellige måter. I mange tilfeller er det valgt å drive en virksomhet i statlig regi for å rette opp forskjellige markedssvikt. En organiserer da den statlige virksomheten som et selskap for effektiviseringsformål. I slike tilfeller er gjerne selskapet fullt statlig eid. Det er dog enkelte statlige eierskap som er av en annen karakter, hvor staten er en av mange eiere i et børsnotert selskap. Det statlige eierskapet har da mer karakter av formuesforvaltning på vegne av det norske folk, men det er også enkelte andre motiv for dette eierskapet. For eksempel nevner Regjeringens eierpolitikk (2008) at det er et mål for det statlige eierskapet at hovedkontorfunksjoner opprettholdes i Norge. Problemet med en slik målsetning er at den kan komme i konflikt med det forretningsmessige målet, som er maksimering av selskapets verdi. La oss ta hovedkontorfunksjonen som et eksempel. Et selskap vil ønske å legge hovedkontoret der som er optimalt ut fra en forretningsmessig vurdering *for selskapet alene*. En slik vurdering vil ikke ta inn over seg eventuelle eksternaliteter for den øvrige økonomien (F.eks. den type klyngeeffekter som ble popularisert av Victor Normann.) Slike eksternaliteter kan være en grunn for statens ønske om å beholde hovedkontorfunksjoner i Norge, men det er en risiko for at de vil komme i konflikt med selskapets isolerte fokus på egen lønnsomhet.

---

\*Professor, Universitetet i Stavanger (UiS). Denne rapporten er skrevet på oppdrag fra Nærings og Handelsdepartementet, men alle vurderinger står for forfatterens egen regning.

<sup>1</sup>Et knippe med utvalgte dokumenter er Statskonsult rapport 1998:21, St.meld.nr 22 (2001-2002), NOU 2003:34, NOU 2004:7, St.meld.nr 12, Statens eierberetning og Regjeringens eierpolitikk.

Målet med denne rapporten er empirisk å se på denne konflikten med tall fra Oslo Børs, er det slik at en finner tegn til at det statlige eierskapet fører til at selskaper med en stor, direkte statlig eierpost, er priset forskjellig fra andre selskaper, eller, med andre ord, er det en “statsrabatt” i prisingen av selskaper på Oslo Børs?

For å faktisk svare på dette spørsmålet er det nødvendig å etablere et rammeverk hvor en konkret kan estimere en slik sammenheng. Dette rammeverket er den akademiske litteraturen om styring av selskaper, som på engelsk går under betegnelsen “corporate governance.” På norsk vil vi bruke begrepet “eierstyring”, selv om dette ikke helt er det samme.<sup>2</sup> I denne litteraturen er det utviklet metoder hvor en kan gjøre estimeringer som i hvert fall delvis svarer på spørsmålet, og vi vil gjøre en slik studie på Oslo Børs, med spesiell fokus på statlig eierskap.

I det følgende vil vi først, i seksjon 1 gi en intuitiv introduksjon til den bakenforliggende teorien rundt “corporate governance,” før vi i seksjon 2 ser på hvordan slike studier empirisk implementeres, sammen med en oversikt over tidligere internasjonale (og norske) resultater fra slike studier. Dette gir oss den nødvendige bakgrunnen for å se på resultatene fra den norske undersøkelsen, som vi går gjennom i seksjon 3. I tillegg til denne studien ser vi på noen relaterte problemstillinger. I “governance-performance” studier er det problematisk å se på lønnsomhet målt ved aksjeavkastning fordi en ikke korreterer for risiko. Vi ser derfor på lønnsomhet målt ved aksjeavkastning spesielt, i seksjon 4. Et siste spørsmål som har blitt trukket fram som mulig konsekvens av det store statlige eierskapet på Oslo Børs er at dette vil påvirke likviditeten på børsen. Dette er et spørsmål som er relativt enkelt å måle, ved å se på om selskap med en stor statlig eierpost er mindre likvid, formulert i en regresjonsanalyse hvor vi også korreterer for andre forklaringsfaktorer for likviditeten. Dette er gjort i seksjon 5.

## 1 Teoribakgrunn

La oss se litt på den teoretiske bakgrunnen.<sup>3</sup> Det grunnleggende problemet er at det er en separasjon mellom eierskap og kontroll i de fleste selskaper.<sup>4</sup> Selskapet ledes av en administrativ leder, som tar beslutningene når det gjelder selskapets drift, med et styre som overvåker ledelsen på vegne av et stort antall eiere. Den enkelte eier har små incentiver til å bruke ressurser til å overvåke ledelsen, på grunn et klassisk “free rider” problem; eieren får alle kostnadene ved sin

---

<sup>2</sup>På engelsk bruker en “corporate governance” som et samlebegrep på mekanismene som sammen påvirker styringen av selskap. Vi har uheldigvis ikke noe godt norsk ord som dekker det samme. “Eierstyring” er det som oftest brukes, men dette er noe snevrere enn alt det som inngår i det engelske begrepet “Corporate Governance,” siden ikke bare eierne inngår i det komplette bildet som “corporate governance” er ment å dekke. (En anbefaling initiert av Oslo Børs om “corporate governance” har for eksempel tittelen “Norsk Anbefaling: Eierstyring og Selskapsledelse.”)

<sup>3</sup>Denne gjennomgangen blir intuitiv og kortfattet. For grundigere gjennomganger av disse problemstillingene, se for eksempel oppsummeringene i Shleifer and Vishny (1997) og Becht, Bolton, and Roell (2003) for det mere spesifikke governance problemet, Morck, Wolfenzon, and Yeung (2005) for implikasjoner for økonomisk vekst av disse problemene, og lærebokdiskusjoner i Tirole (2006).

<sup>4</sup>For de som er interessert i den intellektuelle historien til disse problemstillingen rundt selskapskontroll, begynner en, som så ofte i økonomi, med Adam Smith (1776), som pekte på agentproblemet, at økonomiske beslutninger tas av en agent på vegne av andre. Konsekvensene av dette på hvordan selskaper drives av ledelsen uten kontroll av eierne er vanligvis kreditert til en bok av Berle and Means (1932). Den moderne akademiske litteraturen vil vanligvis ta utgangspunkt i Jensen and Meckling (1976).

overvåkning, men bare en andel av resultatene, siden selskapets resultatforbedring tilfaller alle aksjeeierne gjennom økningen i aksjekursen.

Et potensielt virkemiddel er konsentrasjon av eierskapet, enten ved at ledelsen i selskapet har aksjer (eller aksjeopsjoner), som gjerne kalles for innside eierskap, eller ved en stor, konsentrert (utside) eier, som er stor nok til å ha incentiver til å overvåke ledelsen i selskapet. Et annet begrep som brukes om en slik (utside) eier er aktivt eierskap. Selv om konsentrert eierskap er en mulig løsning på “governance” problemet, er den langt fra ideell. For det første har en konsentrert eier en kostnad ved sitt konsentrerte eierskap, nemlig mindre kapital tilgjengelig for andre investeringer, som betyr at investorens portefølje er mindre diversifisert enn optimalt. Disse kostnadene kan være betydelige.<sup>5</sup> For det andre er det en fare for at store eiere kan foreta disposisjoner til sin fordel, gjerne på bekostning av minoritetsaksjonærer.<sup>6</sup>

Konsentrert eierskap er et eksempel på en *intern* mekanisme for eierstyring (mekanisme intern til det enkelte selskap). Det er også viktige *eksterne* mekanismer som påvirker selskaps styring. En er produktmarkedet som selskapet opererer i. Hvis konkurransen i dette markedet er sterk, er det mindre spillerom for ineffisient drift av selskapet, fordi mindre effektive selskaper blir konkurrert ut av markedet. Et annet marked som er viktig er markedet for selskapskontroll. Dårlig drevne selskaper er oppkjøpskandidater, det vil lønne seg å kjøpe opp selskapet, kvitte seg med dagens ledelse, og øke selskapsverdien ved å drive selskapet mer effektivt. Slike eksterne mekanismer kan i prinsippet gjøre interne mekanismer unødvendige, men det er i svært få markeder det er grunn til å tro at de er tilstrekkelige. Det er fremdeles rom for de interne mekanismene for eierstyring.

Hvordan kommer så statlig eierskap inn i en slik tankegang? Siden staten per definisjon ikke kan være en innside eier, vil staten være en konsentrert eier, som kan påvirke ledelsen til å drive selskapet på en optimal måte. Selv i en situasjon hvor staten har samme mål som andre aksjeeiere (maksimal profitt), er det grunn til å stille spørsmål med hvor aktiv statlig eie vil være. Vi har ikke lenger en situasjon hvor den eksterne eieren med en gang kjenner det i lommeboka hvis aksjeprisen faller, i stedet har vi en situasjon hvor byråkrater i departementene skal utøve eiermakten. Vi har altså en situasjon med flere agenter: Selskapsledelsen, som skal opptre på vegne av eierne, og byråkratene, som skal opptre på vegne av en av eierne, det norske folk. Byråkratene skal identifisere den bedriftsøkonomisk beste beslutningen for selskapet, og passe på at ledelsen gjennomfører denne. Dette fordrer både mye informasjon om det enkelte selskap hos byråkratene, og kompetanse til å finne ut hvordan selskapet best skal drives.

Det er altså grunn til å stille spørsmålsteget med om en konsentrert statlig eier vil opptre som et slikt korrektiv til ledelsen som teorien om selskapskontroll legger til grunn. En stor statlig eierandel vil også gjøre det vanskeligere for andre eiere å bli store nok til å påvirke selskapet, spesielt i tilfeller hvor staten er majoritetseier, eller har negativ kontroll.

I tillegg til disse agent-problemene, har vi det forhold at staten kan ha avvikende mål fra de rent bedriftsøkonomiske, som for eksempel sysselsetting. Hvis disse implisitt kommer i konflikt med maksimal lønnsomhet, eller fryktes av markedet å gjøre det, kan markedet komme til å verdsette selskapet lavere.

---

<sup>5</sup>Se Ødegaard (2009a) for en tallfesting av slike kostnader på det norske markedet.

<sup>6</sup>Slike disposisjoner går under fellesbetegnelsen “tunnelling”, se Johnson, Porta, de Silanes, and Shleifer (2000).

Det er dog en faktor som er blitt aktualisert av finanskrisen, hvor vi har sett at selskapers mulighet for å hente inn ny kapital har “tørket ut” nesten over natten. I slike situasjoner kan staten opptre som en “investor of last resort,” noe som kanskje kan være lettere hvis staten allerede er en stor eier.

Det ovenforstående er noen av de viktigste avveiningene som er relevante for hvordan selskaper styres i et “corporate governance” rammeverk. Det skal dog sies at vi har ikke en overordnet teoretisk modell hvor alle disse faktorene kan plugges inn, og en kan vurdere de forskjellige mekanismene mot hverandre. Det vi har er svært partielle teoretiske modeller, hvor en kan maksimalt vurdere to mekanismer mot hverandre.

## 2 Empirisk estimering av sammenhenger mellom eierskap og lønnsomhet

Hvordan kan den type avveininger som ble diskutert i teorikapitlet estimeres empirisk? Det som vi har etablert er at en forventet sammenheng mellom *lønnsomhet* for et selskap, og *hvordan det drives*. Det er da nærliggende å gjøre empiriske estimeringer hvor en betrakter lønnsomhet som den avhengige variabelen, og forsøker å forklare selskapers lønnsomhet med faktorer som er relevante for eierstyringen. Naturlige slike faktorer er de som teorien har identifisert, slik som eierkonsentrasjon, hvor vi skiller mellom innside og utside konsentrasjon. En annen naturlig potensiell faktor for eierstyringen er identiteten til de største eierne. Hvis den største eieren er statlig, er det noe annet enn om den største eieren er fra Sunnmøre? I en slik analyse vil en ønske å også kontrollere for andre relevante faktorer, og da spesielt konkurransen i produktmarkedet, og konkurransen i markedet for selskapskontroll. Som i all empiri er det nødvendig å finne målbare variabler som kan representerer de underliggende (ikke målbare) relevante faktorene. For å måle grad av konsentrasjon vil en typisk se på andel av selskapet eid av den største eieren, eller et lignende konsentrasjonsmål, som en Herfindahl indeks. Graden av innside eierskap må en estimere ut fra rapporterte innside-transaksjoner. Konkurransen i produktmarkedet representeres med indikatorvariable for å kontrollere for forskjeller mellom industrier, osv.

Studier av denne typen blir typisk utført på børsnoterte selskaper, siden selskapers verdi her er observerbar gjennom aksjekurs, og en kan konstruere mål på lønnsomhet fra denne. Det typiske målet på lønnsomhet som brukes i denne typen studier er estimater av Tobins’ Q,<sup>7</sup> men en kan også bruke avkastningsmål, enten regnskapsbaserte eller aksjebaserte. Hvis selskap ikke er børsnotert, kan en fremdeles gjøre studier av denne typen, men en er redusert til å bruke regnskapsbaserte mål på lønnsomhet, som vanligvis inneholder mye mer støy enn markedsbaserte mål.

En slik studie kalles typisk for en “governance-performance” studie. Den tidligste slike studien er Demsetz and Lehn (1985). Denne, sammen med to studier av Morck, Shleifer, and Vishny (1988) og McConnell and Servaes (1990), er de mest kjente slike studiene. Det viktigste resultatet

---

<sup>7</sup>Intuitivt er Tobins’ Q et estimat på merverdi av selskaper, en finner hva det vil koste å gjennanskaffe selskapets verdier, og deler dette på markedsverdien av selskapet. Q vil empirisk estimeres som markedsverdien av selskapet delt på bokverdien. Hvis Q er lik én har selskapet ingen merverdi.

i disse studiene er et funn av en sammenheng mellom selskaps lønnsomhet og graden av innside eierskap. Denne er av en slik art at det synes som det er en optimal sammensetning av innside eie i selskapet (andel av selskapet eid av ledelsen), hvor “litt” innsideeie er bra, men det skal ikke være for mye. En hypotese som kan forklare dette resultatet er at en liten innsideandel vil tjene til å gi ledelsen insentiver til å maksimere selskapsverdier, men hvis de eier en for stor del av selskapet gir dette insentiver til at de beriker seg på minoritetsaksjonærers bekostning. Dette empiriske resultatet var sannsynligvis en medvirkende årsak til framveksten av opsjonsprogrammer for ledere på 90-tallet. Hvis en gir ledere opsjoner har dette mye av samme effekten som hvis ledelsen eier aksjer, og en var ute etter sammenfallet av målene til ledelse og eiere.

Slike “governance-performance” studier ble gjort på en rekke aksjemarkeder i årene etter disse tidlige artiklene. De er av flere typer. Langt de fleste er studier av enkeltland/børser.<sup>8</sup> Slike studier av enkeltbørser ble komplementert med den internasjonale “Law and Finance” litteraturen initiert av LaPorta, de Silanes, Shleifer og Vishny, som i en serie artikler<sup>9</sup> fikk fokuset over på det internasjonale, ved å bruke indikatorer for grad av utvikling av den legale beskyttelsen av aksje-eiere til å kontrollere for forskjeller mellom land, som lar en gjøre “governance-performance” studier internasjonalt. Disse studiene har blitt kritisert, hvor det viktigste ankepunktet er at den konstruerte indikatoren er for grov til å fange opp alle forskjeller mellom land. For eksempel er Skandinavia pekt på som et område som ikke “passer” (Coffee Jr., 2001). Studier av enkeltland har den fordel at de er innenfor ett legalt regime, og en trenger derfor ikke bekymre seg for at en har kontrollert for alle forskjeller mellom land.

Det skal dog sies at det er en god del kritikk som er rettet mot den forholdvis enkle metoden som er skissert ovenfor, hvor en gjør en regresjon med lønnsomhetsmål som avhengig variabel, og mål på “corporate governance” som forklaringsvariabel

$\text{lønnsomhet} = f(\text{innside konsentrasjon, utside konsentrasjon, produktmarked, kontrollvariable...})$

En tidlig kritikk kom fra Demsetz (1983), som pekte på at hvis alle selskaper har gjort en optimal tilpasning når en kjører en slik analyse, vil den estimerte sammenhengen ikke kunne brukes til å si at en bør gjøre endringer. Denne kritikken er relatert til endogenitetsproblemet, nemlig at det ikke er gitt at sammenhengen bare går fra eierskap til lønnsomhet, det kan også være slik at lønnsomheten påvirker eierstrukturen. Et opplagt eksempel på dette er norske banker under bankkrisen tidlig på nittitallet. At DnBNor ble overtatt av staten var en følge av dårlige lønnsomhet. Kausaliteten gikk fra lønnsomhet til eierstruktur. Dette er relatert til problemer rundt dynamikk. Det er ikke opplagt at eierstrukturen skal være stabil over tid. Det kan heller være slik at nå selskaper går bra, er det ikke nødvendig med konsentrert eierskap, men i dårligere tider for selskapet kan det lønne seg for en eier å bli stor, fremtvinge endringer i selskapet, og trekke seg ut igjen. Økningen i aksjekursen vil da kunne være insentiv nok til å bli en konsentrert, aktiv eier.

---

<sup>8</sup>Se Gugler (2001) for en oversikt over disse.

<sup>9</sup>Se La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer, and Vishny (1997, 1998, 2000); La Porta, Lopez-de Silanes, and Shleifer (1999).

Disse alternative tolkningene sier ikke at regresjonene er verdiløse, det er mer slik at som med all empirisk forskning i økonomi, skal en tolke tallene med en sunn skepsis, og være på vakt mot alternative forklaringer. Det gjør det også viktig å se på robustheten av de estimerte sammenhengene, er de svært følsomme for endringer i modellspesifikasjon er dette et dårlig tegn.

La oss nå se på empiri fra det norske markedet. En “governance–performance” studie av Oslo Børs ble gjennomført av Øyvind Bøhren og Bernt Arne Ødegaard, med data for 1988 til 1997.<sup>10</sup> Deres funn viser seg å ha mye til felles med internasjonal forskning. De finner en sammenheng mellom innside konsentrasjon og lønnsomhet, hvor innside konsentrasjon er “bra” til et visst punkt, men hvis den er for høy er dette verdiødeleggende. De finner også en negativ sammenheng mellom “utside” konsentrasjon og lønnsomhet, en sammenheng som er sterkere enn det som er funnet i USA, men som også f.eks. er funnet i Tyskland (Lehmann and Weigand, 2000). De finner også at det virker som eiersammensetningen har betydning, spesielt finner de at lønnsomheten faller med offentlig eie.

Den viktigste empiriske analysen i studien som presenteres i denne rapporten er en utvidelse av disse analysene, hvor fokus er aspekter av statlig eierskap. Vi utvider datagrunnlaget for analysen til hele perioden 1988 til 2007. Vi går også i mere detaljer om det statlige eierskapet i analysene. For eksempel, i analysen i Bøhren and Ødegaard (2001b) var faktisk andel av selskapet eid av det offentlige en forklaringsvariabel, men denne andelen skiller ikke mellom direkte statlige investeringer, kommunale investeringer, statens pensjonsfond mv. I en studie med fokus på statlig eie må en skille ut de direkte statlige investeringene.<sup>11</sup>

### 3 Eierskap og lønnsomhet for norske børsnoterte selskaper

Vi vil nå gjøre en slik “governance–performance” studie for Oslo Børs, hvor fokus er hvorvidt det er en sammenheng mellom statlig eie og lønnsomhet. Dette gjøres som en regresjon hvor avhengig variabel er et mål på lønnsomhet, og forklaringsvariable er relatert til eierskapet.

#### 3.1 Datakilder

Data i den foreliggende studien kommer fra flere kilder. Fra Oslo Børs har vi tilgang til regnskapsdata og lønnsomhetsmål for aksjeinvesteringer for alle selskapene på Oslo Børs. Fra Verdi-papirsentralen har vi tilgang til anonymiserte oversikter over eierne i norske aksjeselskaper. Oversikt over direkte statlig eierskap er skaffet av Nærings og Handelsdepartementet. Data for innside-eierskap kommer fra rapportering av meldepliktige handler. Handlerne fram til 1997 er fra rapporter til Oslo Børs. Senere data er fra børsmeldinger.

---

<sup>10</sup>Se Bøhren and Ødegaard (2000) og Bøhren and Ødegaard (2001c) for en beskrivelse av Oslo Børs, og Bøhren and Ødegaard (2001b) og Bøhren and Ødegaard (2006) for den faktiske studien av lønnsomhet.

<sup>11</sup>Vi vil også se bort fra en del sammenhenger som var lagt vekt på i Bøhren og Ødegaard sin forskning. For eksempel legger vi ikke vekt på skillet mellom kontantstrømsrettigheter og eierrettigheter (“cash flow rights” og “control rights”), fordi det viktigste instrumentet for å skille disse to, aksjer med forskjellige klasser, har forsvunnet på Oslo Børs i de senere år. Se Ødegaard (2007).

## 3.2 Lønnsomhets og forklaringsvariable

I tabell 1 gir vi litt deskriptiv statistikk for variablene som brukes i estimeringene. Vi vil kommentere dette nærmere nedenfor, hvor vi beskriver hvordan variabelen er beregnet. I appendiks B gir vi utfyllende detaljer om de forskjellige variablene, hvor vi ser på tidsserier, fordelingen over bransjer, mv. Tabell 2 gir også utfyllende deskriptiv statistikk ved å vise korrelasjoner mellom forklaringsvariable.

**Tabell 1** Eierskap og lønnsomhetsvariable brukt i estimeringen

	1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
	snitt		med	snitt		med	snitt		med	snitt		med
	vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
<i>Q</i>	1.26	1.28	1.08	1.25	1.20	1.11	1.49	1.66	1.20	1.29	1.30	1.08
<i>RoA</i>	10.2	7.4	8.9	10.9	8.6	9.2	9.9	8.1	9.6	8.0	4.5	4.3
<i>eSret</i>	9.4	20.6	12.7	5.2	13.4	-9.6	13.4	26.5	19.1	12.9	19.4	5.7
Innsideandel	2.7	5.7	0.0	4.8	10.3	1.4	2.4	5.0	0.1	1.0	2.9	0.0
Primærinnsideandel	0.8	1.9	0.0	0.6	1.6	0.0	1.1	2.4	0.0	0.8	2.5	0.0
Herfindahl indeks	0.22	0.15	0.08	0.15	0.14	0.08	0.15	0.15	0.08	0.29	0.16	0.09
Største eier	37.2	27.6	21.0	28.4	26.2	20.8	29.4	27.0	21.0	44.8	28.3	21.1
Tre største eiere	50.9	44.1	41.9	45.1	43.4	38.5	44.8	43.4	41.8	56.6	44.7	43.1
Fem største eiere	57.5	52.1	51.4	53.1	52.6	49.4	52.3	51.5	51.5	62.2	52.3	52.6
Antall eiere	22396	4161	1198	18032	5439	1388	15819	3595	1151	27894	4142	1498
Antall eiere (>100 aksjer)	13956	2327	860	7861	1853	654	7511	1847	814	19884	2775	965
Største eier: offentlig	45.5	10.5	0.0	37.5	9.7	0.0	38.4	10.5	0.0	52.2	10.6	0.0
Største eier: utenlandsk	16.7	20.5	0.0	8.1	14.0	0.0	22.8	19.8	0.0	15.3	22.7	0.0
Største eier: finansiell	5.9	12.4	0.0	15.0	14.9	0.0	5.1	11.5	0.0	3.7	12.3	0.0
Største eier: ikkefinansielt selskap	21.9	42.5	0.0	31.1	46.9	0.0	25.1	40.7	0.0	17.2	42.4	0.0
Største eier: individuell	3.0	8.0	0.0	7.1	8.2	0.0	3.9	12.6	0.0	1.2	5.1	0.0
Andel direkte statlig eie	18.0	1.8	0.0	12.6	1.4	0.0	12.9	2.5	0.0	28.3	2.3	0.0
Andel offentlige eiere	26.9	6.2	0.5	21.2	6.5	1.0	19.6	6.3	0.4	33.3	6.0	0.4
Andel utenlandske eie	31.7	22.8	12.7	29.3	20.5	13.3	33.4	22.5	13.7	31.2	23.6	11.2
Andel finansielle eiere	16.8	18.7	16.6	18.5	20.6	18.1	20.5	21.0	19.4	13.9	16.7	14.3
Andel ikkefinansielle selskap	19.1	35.0	28.9	25.6	41.0	40.8	20.9	33.6	28.8	16.0	34.1	27.6
Andel individuelle eiere	7.5	19.7	13.3	10.9	18.3	12.4	8.8	20.0	13.0	5.7	19.9	13.7
Andel aksjefond eiere	5.5	6.8	4.9	4.5	5.8	5.2	6.6	7.2	6.1	5.0	6.8	4.4
Produktmarked: 10 Energi	22.2	14.6	0.0	18.0	17.0	0.0	19.6	13.5	0.0	37.3	17.6	0.0
Produktmarked: 15 Material	6.3	6.6	0.0	8.2	6.8	0.0	4.4	4.1	0.0	3.1	2.4	0.0
Produktmarked: 20 Industri	29.9	26.4	0.0	38.4	29.8	0.0	31.4	30.7	0.0	13.5	21.4	0.0
Produktmarked: 25 Forbruk	5.8	9.9	0.0	4.5	9.5	0.0	8.9	11.6	0.0	7.7	9.2	0.0
Produktmarked: 30 Konsum	6.4	5.1	0.0	8.9	4.2	0.0	6.3	2.4	0.0	5.7	4.4	0.0
Produktmarked: 35 Helse	5.3	2.8	0.0	8.4	2.0	0.0	6.8	2.3	0.0	5.0	4.6	0.0
Produktmarked: 40 Finans	15.5	24.3	0.0	12.0	24.3	0.0	15.9	21.8	0.0	12.5	24.9	0.0
Produktmarked: 45 IT	5.2	9.3	0.0	1.7	6.4	0.0	3.9	12.6	0.0	5.8	13.4	0.0
Produktmarked: 50 Telekom	2.8	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	0.6	0.0	8.5	0.9	0.0
Produktmarked: 55 Forsyning	0.6	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	0.5	0.0	0.9	1.1	0.0

Tabellen viser forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid(ew) og verdiveid(vw), og median(med), for hele perioden og for del-perioder. *Tobins' Q* : Estimert av Tobins' Q estimert som markedsverdi over bokverdi av selskapet, *Return on Assets (RoA)* : Bokført avkastning, *Sret* : Avkastning på aksjen (stock return), *eSret* : Avkastning på aksjen ut over risikofri rente (excess stock return), *Herfindahl indeks* : Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *Største eier*: Andel av et selskaps aksjer eid av dets største eier, *Tre største eiere*: Andel av et selskaps aksjer eid av dets tre største eiere, *Fem største eiere*: Andel av et selskaps aksjer eid av dets fem største eiere, *Antall eiere*: Totalt antall forskjellige eiere i et selskap, *Antall eiere (≥ 100)* : Totalt antall forskjellige eiere i et selskap, betinget på at eieren har et minimum av 100 aksjer, *Innsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige eiere og *PrimærInnsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret. Eiere grupperes i fem gjensidig utelukkende typer: Offentlig, Utenlandske, Finansielle, Ikkefinansielle foretak, og Individuelle eiere. Som undergrupper av disse er direkte statlig eiere en del av de offentlige eierne, og aksjefond en del av de finansielle eierne. Variabler: *Største eier: <type>* er indikatorvariable som er en hvis største eier er av den gitte typen. *Andel <type>* måler andelen av selskapet som er eid av den gitte typen. Variablene merket med *Produktmarked: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet.

Vi bruker flere mål på lønnsomhet. *Tobins' Q* er et mål på merverdi av et selskap, teoretisk er det

$$Q = \frac{\text{markedsverdi av selskapet}}{\text{kostnad ved å gjenskape selskapet}},$$

og det estimeres typisk ved å bruke bokført verdi som et mål på gjenanskaffelsesverdi, slik at vi bruker markedsverdi av selskapets gjeld og egenkapital, delt på bokførte verdier av de samme. *Return on Assets (RoA)* er bokført avkastning. Vi ser også på *Sret*, årlig avkastning på investering i en aksje. For å korrigere for tidsvariasjon i forventet avkastning som skyldes endring i rentenivået pleier en å se på avkastning ut over risikofri rente, *eSret*, som på engelsk

**Tabell 2** Korrelasjoner mellom forklaringsvariable

Panel A: Type eier

	Andel direkte statlig eie	Andel offentlige eiere	Andel finansielle eiere	Andel ikkefinansielle selskap	Andel utenlandske eie
Andel offentlige eiere	0.73				
Andel finansielle eiere	-0.01	-0.00			
Andel ikkefinansielle selskap	-0.23	-0.29	-0.21		
Andel utenlandske eie	-0.05	-0.10	-0.20	-0.52	
Andel individuelle eiere	-0.16	-0.22	-0.11	-0.22	-0.40

Panel B: Eierkonsentrasjon

	Fem største eiere	Største eier	Tre største eiere	Antall eiere (>100 aksjer)
Største eier	0.86			
Tre største eiere	0.99	0.91		
Antall eiere (>100 aksjer)	-0.07	0.02	-0.04	
Herfindahl indeks	0.80	0.95	0.86	0.01

Panel C: Krysskorrelasjoner mellom eiertyper og konsentrasjon.

	Andel offentlige eiere	Andel finansielle eiere	Andel ikkefinansielle selskap	Andel utenlandske eie	Andel individuelle eiere
Fem største eiere	0.18	-0.24	0.32	0.12	-0.51
Største eier	0.26	-0.22	0.21	0.09	-0.40
Tre største eiere	0.21	-0.26	0.30	0.10	-0.48
Antall eiere (>100 aksjer)	0.47	-0.05	-0.22	0.09	-0.14
Herfindahl indeks	0.22	-0.19	0.18	0.08	-0.35

Panel D: Lønnsomhet

	$Q$	$RoA$	$MA_1(RoA)$
$RoA$	0.02		
$MA_1(RoA)$	0.01	0.83	
$eSret$	0.22	0.08	0.09

Korrelasjoner mellom forklaringsvariable *Tobins' Q* : Estimert av Tobins' Q estimert som markedsverdi over bokverdi av selskapet, *Return on Assets (RoA)* : Bokført avkastning, *Sret* : Avkastning på aksjen (stock return), *eSret* : Avkastning på aksjen ut over risikofri rente (excess stock return), *Innsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige eiere, *PrimærInnsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret, *Herfindahl indeks* : Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *Største eier* : Andel av et selskaps aksjer eid av dets største eier, *Tre største eiere* : Andel av et selskaps aksjer eid av dets tre største eiere, *Fem største eiere* : Andel av et selskaps aksjer eid av dets fem største eiere, *Antall eiere* : Totalt antall forskjellige eiere i et selskap, *Antall eiere ( $\geq 100$ )* : Totalt antall forskjellige eiere i et selskap, betinget på at eieren har et minimum av 100 aksjer og  $\ln(\text{Selskapsstørrelse})$ : Logaritmen til den total markedsverdien av selskapets aksjer. Eiere grupperes i fem gjensidig utelukkende typer: Offentlig, Utenlandske, Finansielle, Ikkefinansielle foretak, og Individuelle eiere. Som undergrupper av disse er direkte statlig eiere en del av de offentlige eierne, og aksjefond en del av de finansielle eierne. Variabler: *Største eier*:  $\langle type \rangle$  er indikatorvariable som er en hvis største eier er av den gitte typen. *Andel  $\langle type \rangle$*  måler andelen av selskapet som er eid av den gitte typen. Variablene merket med *Produktmarked*:  $\langle marked \rangle$  er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet.



kalles for *excess return*. Som vi ser i tabell 1, er gjennomsnittlig Tobins'  $Q$  for hele perioden 1.28. Den er litt lavere for de største selskapene. Return on Assets (RoA) er i snitt 7.4% i hele perioden. Her ser vi at denne er større for de store selskapene, som vist med det verdiveide snittet.

Forklaringsvariable er delvis motivert av de teoretiske overlegninger diskutert tidligere. Vi trenger mål på "inside" og "outside" eierkonsentrasjon. Inside-konsentrasjon måler vi med andel av selskapet eid av meldepliktige investorer (medlemmer av ledelsen i selskapet). Denne er estimert ut fra rapporterte meldepliktige handler.<sup>12</sup> Som vi ser i tabell 1 er i snitt insideandelen 5.7%, men den varierer ganske mye over tid, med en fallende tendens.<sup>13</sup>

"Outside" konsentrasjon måles ved eierandelene til de største aksje-eierne. I tabell 1 ser vi at i snitt eier den største eieren 27,5% av det jevne selskapet notert på Oslo Børs. Over tid er det mest variasjon i denne andelen for de største selskapene, det verdiveide snittet varierer fra 29% til 44% i den siste tidsperioden, som mest skyldes de store statlige eierandelene i Statoil, Telenor og DnBNor, som pr i dag er de største selskapene på børsen. For å korrigere for de relative forskjellene mellom de største eierne bruker vi i regresjonene en Herfindahl indeks ut i fra eierandelene til eierne i selskapet.<sup>14</sup> Vi kunne alternativt brukt eierandeler for de største eierne, men Herfindahl er bedre for vårt formål. Vi viser i tabell 2 at Herfindahl indeks er sterkt korrelert med alternative mål på "outside" konsentrasjon. Korrelasjonen mellom Herfindahl indeks og Største eier er så høy som 0,95.

Til orientering viser tabell 1 også tallene for totalt antall eiere. Det mest interessante tallet er eiere som har antall aksjer som overstiger miniumsbørsposten på 100 aksjer. Dette tallet fjerner en del trivielle eiere, og gir en bedre ide av omfanget av aksje-eie i Norge. Vi ser at i snitt har et norsk selskap litt under 2500 eiere, mens det typiske selskapet, representert med medianen, bare har 860 eiere. Fordelingen av antall eiere er altså temmelig skjev.

Vi vil også se på virkningen av forskjellige typer eiere. Den viktigste variabelen for vårt formål er direkte, statlig eierskap. Det vi bruker er andel av selskapet som er eid direkte av staten. Det er kun noen få selskaper på Oslo Børs det gjelder, tabell 3 viser hvilke selskaper som inngår i analysen. For mere detaljer om det direkte statlige eierskapet vises til appendiks A. Som vi ser i tabell 1, er det direkte statlige eierskapet egentlig lite på børsen, i snitt er 1.8% av et tilfeldig selskap direkte statlig eid i hele perioden 1989–2007. Det som denne statistikken skjuler er at det statlige eiet er viktigst i de største selskapene, det verdiveide snittet viser at i hele perioden er 18% av Oslo Børs direkte statlig eid, et tall som øker til over 28% i perioden 2000–2007, noe som skyldes de store statlige eierandelene i selskapene som ble privatisert tidlig på 2000-tallet:

<sup>12</sup>Dataene er en forlengelse av serien i Bøhren and Ødegaard (2000). Enkelt sagt bruker vi rapportene om meldepliktige handler som rapporteres gjennom børsens meldings-system ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)). Vi estimerer så for hver inside-eier antall aksjer eid over tid, ved å legge til kjøp og trekke fra salg. I tillegg korrigeres for splitt og lignende "corporate events."

<sup>13</sup>Se figur 22 i appendiks B.

<sup>14</sup>Herfindahl indeksen er kvadratsummen av eierandeler. Den er lik 1 hvis selskapet har bare en eier og faller mot null hvis selskapet har bare små, atomistiske eiere. Herfindahl indeksen er å foretrekke fordi den ser på mer enn den største eieren, den påvirkes også av størrelsesforholdet mellom de største eierne. Det er også en mer teknisk grunn til å bruke Herfindahl indeksen, den er ikke så sterkt korrelert med størrelsen på den største eieren, som vi vil bruke senere i tilfeller hvor staten er den største eieren.

Telenor og Statoil.

---

**Tabell 3** Selskaper med direkte statlig eierpost

---

Norsk Hydro  
Sydvaranger  
SAS  
Norsk Vekst  
Kongsberg  
Norsk Vekst  
Raufoss  
DnB Nor  
Telenor Statoil  
Yara

Tabellen gir en liste over hvilke selskaper som i tidsrommet for analysen har hatt en stor, statlig eierpost. For mer detaljer om omfanget av eierskapet viser vi til appendiks A.

---

I tillegg til det direkte statlige eierskapet vil vi se på andre typer eiere. Våre data fra VPS lar oss skille mellom fem forskjellige eiertyper: Offentlig eie (som inkluderer statlige, men også andre offentlige eiere, blant annet offentlige pensjonsfond), utenlandske eiere, finansielle eiere (banker, forsikringselskap, aksjefond ol), ikke-finansielle selskap, samt personlige, individuelle eiere. Vi vil både se på hvilken type eier den største er, og hvor stor del av selskapet som eies av eiere av en gitt type. La oss først se på gruppen offentlige eiere. I snitt eier denne gruppen 6,2% av et norsk børsnotert selskap, og er største eier i 10,6% av tilfellene. Det er viktig å være klar over at det direkte statlige eiet er en del av denne offentlige gruppen, men det er en del andre eiere i denne gruppen. Blant annet er folketrygdfondet en av disse offentlige eierne. Den viktigste eiergruppen, både målt i absolutt eierandel (35%) og i hvor ofte den største eieren er av denne typen (42%), er ikkefinansielle selskap. Deretter følger utenlandske eiere, finansielle eiere og individuelle eiere.

For å korrigere for graden av konkurranse i produktmarkedene som selskapene opererer i, bruker vi indikatorvariable (null-en variable) for de forskjellige industriene. Vi bruker GICS-kategoriseringen av bransjer på Oslo Børs. Navn, kode og tilhørende bransjegrupper for de 10 GICS sektorene er oppgitt i tabell 4.<sup>15</sup> I mye av analysen som følger vil vi ikke ta med selskaper i bransje 40, finansielle selskaper. Dette er fordi regnskaper i denne bransjen ikke er sammenlignbare med de øvrige selskapene på børsen, som vil kunne gi spuriøse sammenhenger i estimeringer som inneholder regnskapsvariable, som Tobins'  $Q$  og Return on Assets (RoA).

En siste forklaringsvariabel som vi bruker i analysen er selskapets størrelse. En måte å begrunne denne på er at den er relatert til hvor lett det er å kjøpe opp selskapet. Den kan også tenkes på som en variabel som kontrollerer for ikke-modellert heterogenitet.

---

<sup>15</sup>GICS standarden (Global Industry Classification Standard) ble utviklet av Morgan Stanley Capital International (MSCI) og Standard & Poors. Vi bruker børsens klassifisering av selskaper. Denne er bare tilgjengelig fra 1997. For selskaper på børsen før det har vi foretatt en skjønnsmessig tildeling til bransje. Se Næs, Skjeltnor, and Ødegaard (2008c) for mere detaljer om bransjefordelingen på Oslo Børs i perioden 1980–2007.

**Tabell 4** Bransjesektorer og tilhørende bransjegrupper på Oslo Børs

Kode	Sektor	Bransjegrupper
10	Energi	Energi
15	Materialer	Materialer
20	Industri	Kapitalvarer, Kommersielle tjenester og leveranser, Transport
25	Forbruksvarer	Biler og komponenter, Forbruksvarer og klær, Konsumenttjenester, Media, Detaljhandel
30	Konsumentvarer	Mat og apotekhandel, Drikkevarer, mat og tobakk, Husholdningsvarer og personlige produkter
35	Helsevern	Helsevern - utstyr og tjenester, Farmasi og bioteknologi
40	Finans	Banker, Finansieringsselskaper, Forsikring, Eiendomsselskaper
45	Informasjonsteknologi (IT)	Programvare og tjenester, Teknologisk utstyr, Halvledere og -utstyr
50	Telekommunikasjon og tjenester	Telekommunikasjon og tjenester
55	Forsyningsselskaper	Forsyningsselskaper

### 3.3 Enkle sammenhenger mellom eierskap, andre forklaringsvariable, og lønnsomhet

La oss, før vi går til regresjonene, se litt på enkle, univariate estimater på sammenhenger mellom lønnsomhet og våre forskjellige forklaringsvariable. Ofte er det slik at de sammenhengene en finner her også vil dukke opp i regresjonsanalysene. Vi ser at innsidekonsentrasjon er positivt korrelert med lønnsomhet, målt med Tobins'  $Q$ , og "outside" konsentrasjon negativt korrelert med lønnsomhet. Andel statlig/offentlig eid er negativt korrelert med Tobins'  $Q$ . Vi ser også at det synes å være noe heterogenitet i forholdene mellom bransjer, eiertype og lønnsomhet, noe som er betryggende i situasjoner hvor disse inngår som forklaringsvariabler i regresjoner.

**Tabell 5** Korrelasjoner mellom lønnsomhet og forklaringsvariable

	$Q$	$RoA$	$MA_1(RoA)$	$eSret$
Primærinnsideandel	0.07	0.03	0.04	0.03
Kvadrert(Primærinnsideandel)	0.01	0.03	0.03	0.01
Innsideandel	0.02	0.06	0.07	-0.02
Kvadrert(Innsideandel)	-0.01	0.04	0.05	-0.02
Herfindahl indeks	-0.07	0.03	0.05	-0.00
Største eier	-0.05	0.04	0.06	0.01
Tre største eiere	-0.00	0.06	0.09	0.00
Fem største eiere	0.03	0.07	0.09	-0.00
Antall eiere (>100 aksjer)	-0.04	0.03	0.05	-0.01
Andel direkte statlig eie	-0.06	0.03	0.04	-0.00
Andel offentlige eiere	-0.06	0.01	0.01	-0.02
Andel finansielle eiere	0.02	0.01	0.02	-0.02
Andel ikkefinansielle selskap	-0.07	0.08	0.09	-0.05
Andel utenlandske eie	0.19	-0.02	-0.01	0.07
Andel individuelle eiere	-0.13	-0.08	-0.11	0.01
Største eier: offentlig	0.01	0.04	0.05	-0.02
Største eier: utenlandsk	0.07	-0.06	-0.06	0.02
Største eier: finansiell	-0.15	-0.02	-0.06	-0.02
Største eier: ikkefinansielt selskap	-0.02	0.07	0.08	-0.03
Største eier: individuell	0.11	-0.04	-0.05	0.07
ln(Selskapsstørrelse)	0.13	0.09	0.11	0.12
Produktmarked: 10 Energi	-0.01	0.04	0.04	0.05
Produktmarked: 15 Material	-0.09	0.02	0.03	0.01
Produktmarked: 20 Industri	-0.07	0.01	0.00	-0.00
Produktmarked: 25 Forbruk	0.08	0.03	0.05	-0.01
Produktmarked: 30 Konsum	-0.02	0.07	0.08	0.02
Produktmarked: 35 Helse	0.29	-0.08	-0.10	-0.01
Produktmarked: 45 IT	0.29	-0.05	-0.06	0.03
Produktmarked: 50 Telekom	0.06	-0.03	-0.04	0.02
Produktmarked: 55 Forsyning	-0.01	0.01	0.01	0.00

Tabellen viser korrelasjoner mellom lønnsomhetsmål og forklaringsvariable. *Tobins' Q* : Estimert av Tobins' Q estimert som markedsverdi over bokverdi av selskapet, *Return on Assets (RoA)* : Bokført avkastning, *Sret* : Avkastning på aksjen (stock return), *eSret* : Avkastning på aksjen ut over risikofri rente (excess stock return), *Innsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige eiere, *PrimærInnsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret, *Herfindahl indeks* : Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *Største eier* : Andel av et selskaps aksjer eid av dets største eier, *Tre største eiere* : Andel av et selskaps aksjer eid av dets tre største eiere, *Fem største eiere* : Andel av et selskaps aksjer eid av dets fem største eiere, *Antall eiere* : Totalt antall forskjellige eiere i et selskap, *Antall eiere ( $\geq 100$ )* : Totalt antall forskjellige eiere i et selskap, betinget på at eieren har et minimum av 100 aksjer og *ln(Selskapsstørrelse)*: Logaritmen til den totale markedsverdien av selskapets aksjer. Eiere grupperes i fem gjensidig utelukkende typer: Offentlig, Utenlandske, Finansielle, Ikkefinansielle foretak, og Individuelle eiere. Som undergrupper av disse er direkte statlig eiere en del av de offentlige eierne, og aksjefond en del av de finansielle eierne. Variabler: *Største eier: <type>* er indikatorvariable som er en hvis største eier er av den gitte typen. *Andel <type>* måler andelen av selskapet som er eid av den gitte typen. Variablene merket med *Produktmarked: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet. *MA* (moving average): Vi beregner snittet over en treårsperiode.

### 3.4 Regresjonsanalyser

Vi er nå klare til å se på den viktigste analysen i denne rapporten, den fulle regresjonsanalysen, hvor vi ser om statlig eie synes å påvirke lønnsomhet.

**Tabell 6** Regresjons-spesifikasjonen

Mekanisme	Forklaringsvariable
Innsidekonsentrasjon	PrimærInnsideandel Kvadrert(PrimærInnsideandel)
Utsidekonsentrasjon	Herfindahl indeks
Eiertype	Offentlig/Statlig eie Andre eiertype
Konkurransen i produktmarkedet	Indikatorer for bransjer
Konkurransen i markedet for selskapskontroll	Selskapsstørrelse

Vi ser på en spesifisering av regresjonen hvor den avhengige lønnsomhetsvariabelen forklares av variablene som listet i tabell 6. I denne spesifiseringen har en med kvadrert innsideandel som en forklaringsvariabel. Dette gjøres for å fange opp den antatte ikke-lineære sammenhengen mellom lønnsomhet og innside-eierskap.<sup>16</sup> Vi gjør analysen for hele perioden 1989–2007, og to del-perioder: 1989–1997 og 1998–2007. Resultatene er vist i tabellene 7, 8 og 9.

La oss starte med å se på resultatene for hele perioden 1989-2007, som vist i tabell 7. Vi har gjort analysen med tre forskjellige spesifiseringer av offentlig/statlig eierskap. I panel A bruker vi en indikatorvariabel for om den største eieren er offentlig, *Største eier er offentlig*, som mål på offentlig eierskap. I panel B bruker vi *Offentlig eierandel* som mål. Det er i kun i panel C at vi konsentrerer oss om det direkte statlige eierskapet, *Statlig (direkte) eierandel*.

I sum viser resultatene noen tegn på at det er en negativ sammenheng mellom offentlig eie og lønnsomhet. Den er dog ikke overbevisende. De klareste resultatene får vi hvis vi ser på Tobins'  $Q$ . Hvis vi konsentrerer oss om koeffisienten for direkte statlig eierskap i panel C, finner vi at den er negativ, men ikke signifikant ved bruk av data for hele perioden. Hvis vi kun ser på første perioden er det en signifikant negativ sammenheng mellom Tobins'  $Q$  og direkte statlig eierskap, men i den siste perioden er det, selv om det er negativt, langt fra signifikant (p-verdi på 0.81). Heller ikke når vi ser på regnskapsmessig lønnsomhet finner vi noen signifikant sammenheng mellom direkte statlig eie og lønnsomhet. For å redusere støyen i regnskapsmessig resultat har vi også brukt et snitt på tre års resultat (MA-Moving average). Heller ikke her finner vi noen signifikante sammenhenger. Vi har også gjort regresjoner med aksje (mer)avkastning som avhengig variabel, og finner at det faktisk er en signifikant negativ sammenheng mellom aksjeavkastning og statlig eierskap. Men dette er mer for illustrasjonsformål, det er en meget viktig faktor som må trekkes inn i en analyse av aksjeavkastning, nemlig risiko. Analysene som gjøres i disse regresjonene korrigerer ikke for risiko. Vi må derfor gjøre dette eksplisitt, som er hva vi gjør i neste seksjon.

<sup>16</sup>Denne spesifiseringen ble introdusert av McConnell and Servaes (1990) og brukt i Bøhren and Ødegaard (2001a).

**Tabell 7** Regresjoner mellom lønnsomhet og eierskapsvariable, hele perioden 1989–2007

Panel A: Største eier er offentlig

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	1.669	(0.00)	-32.506	(0.00)	-29.999	(0.00)	-1.540	(0.00)
Herfindahl indeks	-1.064	(0.00)	0.090	(0.98)	-0.895	(0.69)	0.106	(0.51)
Primærinnsideandel	2.324	(0.00)	11.601	(0.19)	16.246	(0.01)	0.515	(0.27)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-2.626	(0.00)	-4.812	(0.72)	-11.967	(0.22)	-0.564	(0.42)
Største eier: offentlig	-0.737	(0.00)	-1.054	(0.59)	1.071	(0.45)	-0.346	(0.00)
Største eier: utenlandsk	-0.142	(0.22)	-3.154	(0.07)	-0.665	(0.60)	-0.126	(0.17)
Største eier: finansiell	-0.392	(0.01)	3.188	(0.14)	2.278	(0.15)	-0.001	(1.00)
Største eier: ikkefinansielt selskap	-0.390	(0.00)	0.575	(0.72)	1.890	(0.10)	-0.140	(0.09)
ln(Selskapsstørrelse)	0.099	(0.00)	1.492	(0.00)	1.298	(0.00)	0.087	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-2.075	(0.00)	8.597	(0.00)	8.461	(0.00)	0.128	(0.24)
Produktmarked: 15 Material	-2.247	(0.00)	9.453	(0.00)	9.225	(0.00)	0.001	(1.00)
Produktmarked: 20 Industri	-1.935	(0.00)	9.281	(0.00)	8.995	(0.00)	0.054	(0.60)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.572	(0.00)	9.622	(0.00)	10.568	(0.00)	0.037	(0.74)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.948	(0.00)	9.153	(0.00)	9.645	(0.00)	-0.021	(0.88)
Produktmarked: 45 IT	-1.063	(0.00)	7.143	(0.00)	7.031	(0.00)	0.173	(0.12)
n	1328		1328		1328		1328	
R <sup>2</sup>	0.29		0.05		0.08		0.04	

Panel B: Offentlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	0.732	(0.08)	-29.009	(0.00)	-27.244	(0.00)	-1.308	(0.00)
Herfindahl indeks	-0.449	(0.06)	-0.172	(0.96)	0.185	(0.94)	0.404	(0.03)
Primærinnsideandel	1.962	(0.00)	11.996	(0.18)	16.759	(0.01)	0.249	(0.59)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-2.370	(0.01)	-5.559	(0.68)	-13.229	(0.18)	-0.418	(0.55)
Andel offentlige eiere	-1.966	(0.00)	-6.329	(0.19)	-4.690	(0.18)	-1.570	(0.00)
Andel utenlandske eie	-0.401	(0.11)	-3.268	(0.38)	-1.914	(0.48)	-0.896	(0.00)
Andel finansielle eiere	-0.855	(0.01)	0.288	(0.95)	3.160	(0.34)	-0.917	(0.00)
Andel ikkefinansielle selskap	-1.051	(0.00)	1.993	(0.60)	2.124	(0.44)	-0.900	(0.00)
ln(Selskapsstørrelse)	0.122	(0.00)	1.598	(0.00)	1.438	(0.00)	0.112	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-1.284	(0.00)	3.025	(0.03)	3.173	(0.00)	0.015	(0.83)
Produktmarked: 15 Material	-1.404	(0.00)	3.720	(0.05)	3.900	(0.00)	-0.088	(0.36)
Produktmarked: 20 Industri	-1.109	(0.00)	3.631	(0.00)	3.670	(0.00)	-0.065	(0.29)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.794	(0.00)	4.123	(0.00)	5.254	(0.00)	-0.141	(0.06)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.160	(0.00)	3.969	(0.06)	4.320	(0.00)	-0.140	(0.20)
n	1328		1328		1328		1328	
R <sup>2</sup>	0.27		0.04		0.07		0.05	

Panel C: Direkte eid statlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	2.027	(0.00)	-34.762	(0.00)	-32.863	(0.00)	-1.378	(0.00)
Herfindahl indeks	-1.000	(0.00)	-2.324	(0.50)	-1.620	(0.51)	0.052	(0.77)
Primærinnsideandel	2.875	(0.00)	11.149	(0.21)	15.666	(0.01)	0.515	(0.27)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-3.154	(0.00)	-3.485	(0.80)	-11.050	(0.26)	-0.546	(0.44)
Andel direkte statlig eie	-0.428	(0.22)	1.190	(0.82)	1.916	(0.61)	-0.617	(0.02)
Andel utenlandske eie	0.693	(0.00)	-0.403	(0.90)	0.313	(0.89)	-0.253	(0.12)
Andel finansielle eiere	0.165	(0.56)	1.909	(0.66)	4.326	(0.17)	-0.442	(0.05)
Andel ikkefinansielle selskap	-0.032	(0.88)	5.740	(0.07)	5.194	(0.02)	-0.220	(0.18)
ln(Selskapsstørrelse)	0.053	(0.01)	1.513	(0.00)	1.384	(0.00)	0.081	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-2.016	(0.00)	8.003	(0.00)	7.909	(0.00)	0.209	(0.06)
Produktmarked: 15 Material	-2.206	(0.00)	8.477	(0.00)	8.480	(0.00)	0.045	(0.72)
Produktmarked: 20 Industri	-1.872	(0.00)	8.578	(0.00)	8.386	(0.00)	0.118	(0.26)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.478	(0.00)	9.335	(0.00)	10.195	(0.00)	0.085	(0.45)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.906	(0.00)	8.900	(0.00)	9.017	(0.00)	0.041	(0.77)
Produktmarked: 45 IT	-1.033	(0.00)	6.856	(0.00)	6.560	(0.00)	0.235	(0.04)
n	1327		1327		1327		1327	
R <sup>2</sup>	0.28		0.04		0.08		0.03	

Hver tabell viser resultatet av flere regresjonsanalyser. En regresjon er beskrevet i to kolonner, med den avhengige variabelen gitt på toppen av kolonnene. Den første kolonnen er koeffisientestimator (coeff). I den andre kolonnen oppgis p-verdien av den estimerte koeffisienten. Hvilken forklaringsvariabel som er brukt er oppgitt i første kolonne. *Tobins' Q* : Estimat av Tobins' Q estimert som markedsverdi over bokverdi av selskapet, *Return on Assets (RoA)* : Bokført avkastning, *eSret* : Avkastning på aksjen ut over risikofri rente (excess stock return), *Herfindahl indeks* : Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *PrimærInnsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret og ln(*Selskapsstørrelse*): Logaritmen til den total markedsverdien av selskapets aksjer. Eiere grupperes i fem gjensidig utelukkende typer: Offentlig, Utenlandske, Finansielle, Ikkefinansielle foretak, og Individuelle eiere. Som undergrupper av disse er direkte statlig eiere en del av de offentlige eierne, og aksjefond en del av de finansielle eierne. Variabler: *Største eier: <type>* er indikatorvariable som er en hvis største eier er av den gitte typen. *Andel <type>* måler andelen av selskapet som er eid av den gitte typen. Variablene merket med *Produktmarket: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet. *MA* (moving average): Vi beregner snittet over en treårsperiode.

**Tabell 8** Regresjoner mellom lønnsomhet og eierskapsvariable, delperiode 1989–1997

Panel A: Største eier er offentlig

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	1.096	(0.03)	-44.447	(0.00)	-42.663	(0.00)	-1.062	(0.04)
Herfindahl indeks	-0.676	(0.00)	-0.649	(0.84)	0.133	(0.96)	0.099	(0.66)
Primærinnsideandel	2.878	(0.00)	35.462	(0.00)	27.707	(0.00)	1.098	(0.16)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-3.629	(0.00)	-24.551	(0.08)	-20.732	(0.07)	-1.400	(0.14)
Største eier: offentlig	-0.680	(0.00)	2.135	(0.34)	1.855	(0.31)	-0.323	(0.03)
Største eier: utenlandsk	-0.261	(0.04)	3.978	(0.03)	2.659	(0.08)	-0.090	(0.47)
Største eier: finansiell	-0.457	(0.00)	5.777	(0.01)	3.753	(0.05)	-0.107	(0.49)
Største eier: ikkefinansielt selskap	-0.495	(0.00)	5.911	(0.00)	4.463	(0.00)	-0.191	(0.09)
ln(Selskapsstørrelse)	0.102	(0.00)	1.963	(0.00)	1.795	(0.00)	0.062	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-1.416	(0.00)	5.432	(0.06)	8.166	(0.00)	0.210	(0.29)
Produktmarked: 15 Material	-1.636	(0.00)	6.918	(0.03)	9.310	(0.00)	0.092	(0.66)
Produktmarked: 20 Industri	-1.381	(0.00)	8.092	(0.00)	10.508	(0.00)	0.143	(0.46)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.056	(0.00)	8.370	(0.01)	11.358	(0.00)	0.234	(0.25)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.382	(0.00)	8.657	(0.01)	11.976	(0.00)	-0.010	(0.96)
Produktmarked: 45 IT	-0.735	(0.00)	10.623	(0.00)	11.977	(0.00)	0.385	(0.07)
n	644		644		644		644	
R <sup>2</sup>	0.27		0.10		0.12		0.04	

Panel B: Offentlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	0.646	(0.16)	-34.915	(0.00)	-32.835	(0.00)	-0.362	(0.43)
Herfindahl indeks	-0.318	(0.21)	1.056	(0.78)	2.475	(0.42)	0.410	(0.10)
Primærinnsideandel	2.557	(0.00)	29.216	(0.01)	25.394	(0.01)	0.716	(0.35)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-3.472	(0.00)	-19.888	(0.15)	-19.460	(0.09)	-1.202	(0.20)
Andel offentlige eiere	-1.740	(0.00)	-6.138	(0.25)	-5.383	(0.22)	-1.292	(0.00)
Andel utenlandske eie	-1.109	(0.00)	1.602	(0.70)	2.590	(0.45)	-0.856	(0.00)
Andel finansielle eiere	-1.386	(0.00)	8.710	(0.09)	9.928	(0.02)	-0.611	(0.07)
Andel ikkefinansielle selskap	-1.497	(0.00)	6.898	(0.10)	6.401	(0.06)	-0.962	(0.00)
ln(Selskapsstørrelse)	0.132	(0.00)	1.902	(0.00)	1.688	(0.00)	0.070	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-0.841	(0.00)	-2.486	(0.14)	-0.841	(0.54)	-0.071	(0.53)
Produktmarked: 15 Material	-1.076	(0.00)	-0.798	(0.69)	0.591	(0.71)	-0.203	(0.12)
Produktmarked: 20 Industri	-0.805	(0.00)	-0.045	(0.98)	1.313	(0.28)	-0.153	(0.12)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.580	(0.00)	0.372	(0.83)	2.434	(0.09)	-0.137	(0.25)
Produktmarked: 30 Konsum	-0.842	(0.00)	0.893	(0.72)	3.042	(0.13)	-0.303	(0.07)
n	644		644		644		644	
R <sup>2</sup>	0.26		0.09		0.11		0.05	

Panel C: Direkte eid statlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	1.244	(0.02)	-45.042	(0.00)	-44.541	(0.00)	-0.892	(0.09)
Herfindahl indeks	-0.683	(0.01)	-0.480	(0.89)	1.507	(0.60)	0.085	(0.72)
Primærinnsideandel	3.432	(0.00)	29.312	(0.01)	24.253	(0.01)	1.159	(0.13)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-4.106	(0.00)	-18.875	(0.17)	-17.540	(0.12)	-1.427	(0.13)
Andel direkte statlig eie	-0.752	(0.07)	-1.697	(0.78)	-3.340	(0.49)	-0.314	(0.44)
Andel utenlandske eie	-0.283	(0.25)	2.902	(0.41)	2.824	(0.33)	-0.334	(0.16)
Andel finansielle eiere	-0.659	(0.05)	9.090	(0.06)	9.232	(0.02)	-0.217	(0.51)
Andel ikkefinansielle selskap	-0.706	(0.00)	8.956	(0.01)	7.432	(0.01)	-0.390	(0.09)
ln(Selskapsstørrelse)	0.089	(0.00)	1.979	(0.00)	1.830	(0.00)	0.055	(0.01)
Produktmarked: 10 Energi	-1.235	(0.00)	4.774	(0.11)	7.524	(0.00)	0.325	(0.11)
Produktmarked: 15 Material	-1.526	(0.00)	6.159	(0.05)	8.673	(0.00)	0.141	(0.51)
Produktmarked: 20 Industri	-1.196	(0.00)	7.319	(0.01)	9.829	(0.00)	0.249	(0.22)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.925	(0.00)	7.787	(0.01)	10.891	(0.00)	0.297	(0.15)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.299	(0.00)	7.710	(0.03)	10.923	(0.00)	0.050	(0.83)
Produktmarked: 45 IT	-0.519	(0.02)	9.308	(0.00)	10.652	(0.00)	0.508	(0.02)
n	643		643		643		643	
R <sup>2</sup>	0.25		0.10		0.13		0.04	

Hver tabell viser resultatet av flere regresjonsanalyser. En regresjon er beskrevet i to kolonner, med den avhengige variabelen gitt på toppen av kolonnene. Den første kolonnen er koeffisientestimator (coeff). I den andre kolonnen oppgis p-verdien av den estimerte koeffisienten. Hvilken forklaringsvariabel som er brukt er oppgitt i første kolonne. *Tobins' Q* : Estimert av Tobins' Q estimert som markedsverdi over bokverdi av selskapet, *Return on Assets (RoA)* : Bokført avkastning, *eSret* : Avkastning på aksjen ut over risikofri rente (excess stock return), *Herfindahl indeks* : Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *PrimærInnsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret og ln(*Selskapsstørrelse*): Logaritmen til den total markedsverdien av selskapets aksjer. Eiere grupperes i fem gjensidig utelukkende typer: Offentlig, Utenlandske, Finansielle, Ikkefinansielle foretak, og Individuelle eiere. Som undergrupper av disse er direkte statlig eiere en del av de offentlige eierne, og aksjefond en del av de finansielle eierne. Variabler: *Største eier: <type>* er indikatorvariable som er en hvis største eier er av den gitte typen. *Andel <type>* måler andelen av selskapet som er eid av den gitte typen. Variablene merket med *Produktmarket: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet. *MA* (moving average): Vi beregner snittet over en treårsperiode.

**Tabell 9** Regresjoner mellom lønnsomhet og eierskapsvariable, delperiode 1998–2007

Panel A: Største eier er offentlig

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	1.408	(0.05)	-28.308	(0.01)	-25.663	(0.00)	-2.708	(0.00)
Herfindahl indeks	-1.390	(0.00)	0.701	(0.89)	-1.683	(0.64)	-0.003	(0.99)
Primærinnsideandel	1.253	(0.21)	9.652	(0.52)	18.093	(0.08)	0.099	(0.88)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-0.323	(0.87)	-1.486	(0.96)	-14.813	(0.45)	0.407	(0.76)
Største eier: offentlig	-0.830	(0.00)	-3.288	(0.33)	1.415	(0.54)	-0.311	(0.04)
Største eier: utenlandsk	-0.031	(0.88)	-9.277	(0.00)	-2.966	(0.16)	-0.063	(0.65)
Største eier: finansiell	-0.293	(0.25)	1.551	(0.69)	1.617	(0.54)	0.215	(0.22)
Største eier: ikkefinansielt selskap	-0.285	(0.14)	-3.598	(0.21)	0.637	(0.75)	0.026	(0.84)
ln(Selskapsstørrelse)	0.122	(0.00)	1.403	(0.01)	1.125	(0.00)	0.140	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-2.410	(0.00)	10.504	(0.00)	9.166	(0.00)	0.012	(0.93)
Produktmarked: 15 Material	-2.706	(0.00)	12.441	(0.00)	10.648	(0.00)	-0.145	(0.45)
Produktmarked: 20 Industri	-2.153	(0.00)	8.933	(0.00)	7.682	(0.00)	-0.042	(0.74)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.777	(0.00)	9.801	(0.00)	10.424	(0.00)	-0.153	(0.26)
Produktmarked: 30 Konsum	-2.223	(0.00)	7.452	(0.05)	7.368	(0.01)	-0.069	(0.69)
Produktmarked: 45 IT	-1.164	(0.00)	5.666	(0.05)	5.018	(0.01)	0.067	(0.62)
n	684		684		684		684	
R <sup>2</sup>	0.31		0.06		0.09		0.07	

Panel B: Offentlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	0.415	(0.59)	-29.802	(0.01)	-27.410	(0.00)	-2.985	(0.00)
Herfindahl indeks	-0.357	(0.40)	-3.155	(0.62)	-3.131	(0.47)	0.260	(0.35)
Primærinnsideandel	0.694	(0.49)	8.446	(0.58)	17.568	(0.09)	-0.336	(0.61)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	0.167	(0.93)	-0.027	(1.00)	-13.822	(0.49)	1.049	(0.41)
Andel offentlige eiere	-2.216	(0.00)	-6.355	(0.44)	-4.730	(0.40)	-2.061	(0.00)
Andel utenlandske eie	0.268	(0.53)	-8.710	(0.17)	-7.655	(0.08)	-1.069	(0.00)
Andel finansielle eiere	-0.359	(0.48)	-9.043	(0.24)	-4.767	(0.36)	-1.278	(0.00)
Andel ikkefinansielle selskap	-0.628	(0.15)	-1.212	(0.85)	-1.524	(0.74)	-0.818	(0.00)
ln(Selskapsstørrelse)	0.127	(0.00)	1.734	(0.00)	1.569	(0.00)	0.197	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-1.605	(0.00)	5.736	(0.01)	5.304	(0.00)	-0.028	(0.76)
Produktmarked: 15 Material	-1.881	(0.00)	5.662	(0.12)	5.802	(0.02)	-0.204	(0.20)
Produktmarked: 20 Industri	-1.295	(0.00)	4.243	(0.02)	3.954	(0.00)	-0.074	(0.36)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.946	(0.00)	5.326	(0.02)	6.461	(0.00)	-0.259	(0.01)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.378	(0.00)	4.077	(0.22)	3.704	(0.10)	-0.127	(0.39)
n	684		684		684		684	
R <sup>2</sup>	0.30		0.04		0.08		0.11	

Panel C: Direkte eid statlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	2.089	(0.01)	-32.312	(0.01)	-29.323	(0.00)	-2.700	(0.00)
Herfindahl indeks	-1.137	(0.01)	-5.558	(0.37)	-5.453	(0.20)	-0.130	(0.64)
Primærinnsideandel	1.794	(0.07)	6.758	(0.65)	16.075	(0.12)	-0.014	(0.98)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-1.234	(0.52)	2.425	(0.93)	-11.587	(0.56)	0.618	(0.64)
Andel direkte statlig eie	-0.134	(0.81)	3.407	(0.69)	4.875	(0.40)	-1.050	(0.01)
Andel utenlandske eie	1.584	(0.00)	-4.572	(0.37)	-3.900	(0.26)	-0.242	(0.29)
Andel finansielle eiere	0.865	(0.07)	-6.576	(0.36)	-2.406	(0.62)	-0.684	(0.03)
Andel ikkefinansielle selskap	0.614	(0.08)	3.826	(0.48)	3.063	(0.41)	0.027	(0.91)
ln(Selskapsstørrelse)	0.034	(0.32)	1.497	(0.00)	1.348	(0.00)	0.146	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-2.351	(0.00)	9.785	(0.00)	8.712	(0.00)	0.110	(0.41)
Produktmarked: 15 Material	-2.656	(0.00)	9.687	(0.02)	9.270	(0.00)	-0.134	(0.47)
Produktmarked: 20 Industri	-2.102	(0.00)	8.112	(0.00)	7.216	(0.00)	0.015	(0.90)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.657	(0.00)	9.564	(0.00)	10.073	(0.00)	-0.115	(0.40)
Produktmarked: 30 Konsum	-2.101	(0.00)	8.357	(0.03)	7.368	(0.01)	0.006	(0.97)
Produktmarked: 45 IT	-1.133	(0.00)	5.773	(0.05)	4.941	(0.01)	0.112	(0.40)
n	684		684		684		684	
R <sup>2</sup>	0.31		0.05		0.09		0.08	

Hver tabell viser resultatet av flere regresjonsanalyser. En regresjon er beskrevet i to kolonner, med den avhengige variabelen gitt på toppen av kolonnene. Den første kolonnen er koeffisientestimator (coeff). I den andre kolonnen oppgis p-verdien av den estimerte koeffisienten. Hvilken forklaringsvariabel som er brukt er oppgitt i første kolonne. *Tobins' Q* : Estimat av Tobins' Q estimert som markedsverdi over bokverdi av selskapet, *Return on Assets (RoA)* : Bokført avkastning, *eSret* : Avkastning på aksjen ut over risikofri rente (excess stock return), *Herfindahl indeks* : Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *PrimærInnsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styretog *ln(Selskapsstørrelse)*: Logaritmen til den total markedsverdien av selskapets aksjer. Eiere grupperes i fem gjensidig utelukkende typer: Offentlig, Utenlandske, Finansielle, Ikkefinansielle foretak, og Individuelle eiere. Som undergrupper av disse er direkte statlig eiere en del av de offentlige eierne, og aksjefond en del av de finansielle eierne. Variabler: *Største eier: <type>* er indikatorvariable som er en hvis største eier er av den gitte typen. *Andel <type>* måler andelen av selskapet som er eid av den gitte typen. Variablene merket med *Produktmarket: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet. *MA* (moving average): Vi beregner snittet over en treårsperiode.



## 4 Hvordan se på sammenhengen mellom statlig eierskap og aksjeavkastning

Som nevnt tidligere er det problemer med en regresjon med aksje(mer)avkastning som avhengig variabel. Problemet er at i regresjonene over kontrollerte vi ikke for forskjellen i risiko. Hvis en skal se på aksjeavkastning er det nødvendig å korrigere for risiko, og se på om avkastningen forsvarte den risikoen som ble tatt. Hvis det er slik at statens eierskap påvirker driften negativt i de selskapene som staten er store i, vil vi se en negativ meravkastning.

For å se på dette er det nødvendig å gjøre en studie av risikojustert avkastning. La oss ta utgangspunkt i kapitalverdien (CAPM). En portefølje  $p$  har i periode  $t$  en avkastning  $r_{pt}$ . Under CAPM kan den forventede avkastningen av denne porteføljen skrives som en funksjon av *risikoen* for denne porteføljen, målt ved porteføljens *beta*,  $\beta_{pt}$ .

$$E[r_{pt}] = r_{ft} + \beta_{pt}(E[r_{mt}] - r_{ft}),$$

hvor  $r_{mt}$  er avkastningen på en markedsindeks og  $r_{ft}$  den risikofrie avkastningen, vanligvis målt ved rente på statsgjeld. Hvis vi erstatter forventninger med realisasjoner leder dette til følgende sammenheng:

$$r_{pt} - r_{ft} = \beta_{pt}(r_{mt} - r_{ft}) + \varepsilon_{pt},$$

hvor  $\varepsilon_{pt}$  er et feilledd med forventning null. La oss kalle meravkastning  $er$ , og definere

$$er_{pt} = r_{pt} - r_{ft}$$

$$er_{mt} = r_{mt} - r_{ft}$$

som gir følgende sammenheng

$$er_{pt} = \beta_{pt}er_{mt} + \varepsilon_{pt}$$

For å estimere aksje mer/mindreavkastning introduseres følgende regresjon:

$$er_{pt} = \alpha_p + b_p er_{mt} + \varepsilon_{pt}$$

Faktoren  $\alpha_p$  kalles vanligvis Jensen's alfa.<sup>17</sup> Hvis CAPM er korrekt skal en slik regresjon gi

$$\hat{\alpha}_p = 0$$

$$\hat{b}_p = \beta_{pt}$$

Hvis porteføljen har en signifikant mer/mindreavkastning finner en dette ved at  $\alpha_p \neq 0$ . Vi har gjort en slik analyse for statens portefølje på Oslo Børs. For å implementere denne trenger vi en porteføljeserie  $r_p$ , og en markedsavkastning  $r_m$ . Porteføljeserien er konstruert ved å se på statens totalportefølje på et hvert tidspunkt. I tabell 10 viser vi resultatene av en slik beregning. Den

---

<sup>17</sup>Denne metoden ble introdusert av Michael Jensen (1969).

statlige porteføljen er konstruert som en verdiveid portefølje, hvor hver måned vi finner andelen av hver aksje på Oslo Børs som er eid av staten. Denne andelen brukes til å finne totalverdien av porteføljen. Porteføljevekten for hver aksje er da hvor stor andel av statens formue på Oslo Børs som er investert i aksjen. Resultatene av denne analysen er vist i tabell 10. Vi viser resultatene for tre perioder, hele perioden 1989–2008, og to delperioder 1989–1997 og 1998–2008. Vi ser også på to estimater for markedsporteføljer: En likeveid (*ew*) og en verdiveid (*vw*).<sup>18</sup> Av disse er det den likeveide som er mest relevant, den verdiveide blir alt for sterkt påvirket av noen få store aksjer på børsen.<sup>19</sup> Vi ser at statens portefølje har en beta som er litt lavere enn én. Altså er risikoen litt lavere enn markedet, men ikke langt fra markedets beta på én. Det er som en børvente, statens portefølje har vekter i de største selskapene som ikke avviker mye fra markedets vekter i de samme selskapene. Men det mest interessante er analysen av merkavkastning, målt ved alfa. I forhold til den likeveide indeksen har statens aksjeforfølje en negativ alfa, altså negativ meravkastning, men denne er aldri statistisk signifikant. Med denne metoden er det altså ingen sterke indikasjoner på at avkastningen på statens portefølje har vært lavere enn den burde være ut i fra en risiko-avkastningsbetraktning.

**Tabell 10** Risikojustert porteføljearvkastning av statens portefølje

Panel A: Hele perioden 1989–2008

	coeff	(serr)	[pvalue]		coeff	(serr)	[pvalue]
Constant	-0.0024	(0.0034)	[0.49]	Constant	-0.0067	(0.0025)	[0.01]
$er_m(ew)$	0.8691	(0.0587)	[0.00]	$er_m(vw)$	0.9290	(0.0384)	[0.00]
$n$	216			$n$	216		
$\bar{R}^2$	0.51			$\bar{R}^2$	0.73		

Panel B: Perioden 1989–1997

	coeff	(serr)	[pvalue]		coeff	(serr)	[pvalue]
Constant	-0.0032	(0.0059)	[0.60]	Constant	-0.0072	(0.0041)	[0.08]
$er_m(ew)$	0.8169	(0.1002)	[0.00]	$er_m(vw)$	1.0776	(0.0710)	[0.00]
$n$	84			$n$	84		
$\bar{R}^2$	0.45			$\bar{R}^2$	0.74		

Panel C: Perioden 1998–2008

	coeff	(serr)	[pvalue]		coeff	(serr)	[pvalue]
Constant	-0.0016	(0.0041)	[0.70]	Constant	-0.0069	(0.0031)	[0.03]
$er_m(ew)$	0.9062	(0.0723)	[0.00]	$er_m(vw)$	0.8659	(0.0448)	[0.00]
$n$	132			$n$	132		
$\bar{R}^2$	0.55			$\bar{R}^2$	0.74		

Vi viser resultater av estimeringer av regresjonene  $er_{pt} = \alpha_p + b_p er_{mt} + \varepsilon_{pt}$  og rapporterer punktestimater av  $\alpha_p$  (constant) og  $b_p$ . Vi rapporterer resultater for hele perioden 1989–2008 (panel A) og 2 delperioder 1989–1997 og 1998–2008 (panelene B og C). Porteføljen  $p$  er en tilnærming til statens totalportefølje estimert ved ved hver måned å finne vekten av hver aksje med statlig eierskap, ved å regne totalverdien av statens portefølje, og bruke hver aksjes andel av denne verdien som vekt i konstruksjonen av porteføljen  $p$ . Vi rapporterer resultater for 2 markedsporteføljer, en likeveid ( $r_m(ew)$ ) og en verdiveid ( $r_m(vw)$ ).<sup>20</sup> I tabellene er regresjonene til venstre med bruk av den likeveide porteføljen, til høyre med den verdiveide porteføljen.

En mulig grunn til at vi ikke fikk signifikante resultater er at metoden over antar at porteføljeterisikoen er konstant over tid, siden estimeringen forutsetter at beta er konstant over perioden.

<sup>18</sup>Se Ødegaard (2009c) for definisjoner av disse porteføljene.

<sup>19</sup>Se diskusjon av avveining mellom likeveid og verdiveid indeks i Næs, Skjeltorp, and Ødegaard (2008a).

Dette er en vanskelig forutsetning å svelge, de selskapene som inngår i porteføljen har variert svært over perioden, spesielt med privatiseringen av Telenor og Statoil endret vektene i statens portefølje seg svært. Siden dette er en potensiell svakhet med analysen ser vi på en annen formulering som tillater risikoen å endres over tid. Vi beregner på hvert tidspunkt  $t$  en realisert alfa,

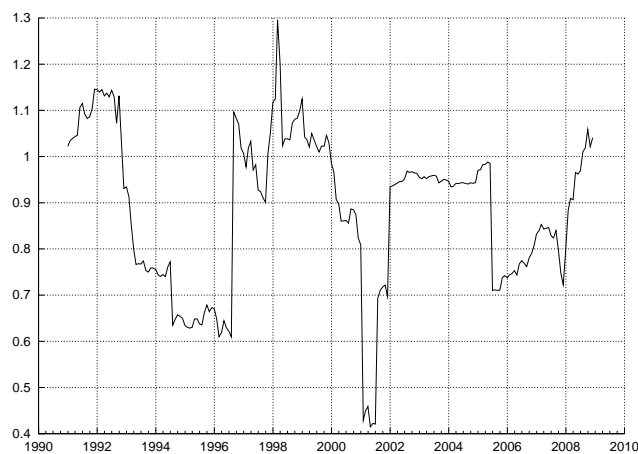
$$\alpha_p = er_{pt} - \beta_{pt}er_{mt}$$

hvor  $\beta_{pt}$ , beta for porteføljen, er beregnet som et vektet snitt av estimerte betaer til enkeltaksjer. Disse betaene er estimert ut i fra historiske tall for aksjeavkastning over de fem foregående år på beregningstidspunktet.<sup>21</sup> Figur 1 viser tidserieutviklingen til den estimerte betaen for statens portefølje. Som figuren viser varierer estimert porteføljerisiko over tid.

---

**Figur 1** Estimert beta for statens portefølje

---



Figuren viser tidsutviklingen over estimert beta til statens aksjeportefølje på Oslo Børs. Porteføljebeta er regnet som et vektet snitt av estimerte beta for enkeltaksjer. Vekten for selskap  $i$  er andel av verdien i statens aksjeportefølje.

---

For å se om det er tegn til signifikant mer/mindreavkastning ser vi på gjennomsnitt over tid. I tabell 11 viser vi resultatene av å bruke denne tidsvariende porteføljebetaen til å estimere alfa for porteføljen. Vi ser at heller ikke her finner vi signifikante tegn på meravkastning, når vi sammenligner med en likeveid markedsportefølje.

---

<sup>21</sup>Ett problem her hvordan en kan estimere beta for nye selskaper, som f.eks. Telenor, Statoil, og Yara. Som en tilnærming er det brukt en beta på en for det første året.

---

**Tabell 11** Alfa (meravkastning)

---

Period	$\alpha$ (ew)	(p-verdi)	$\alpha$ (vw)	(p-verdi)
1989–2008	-0.0011	(0.73)	-0.0052	(0.04)
1989–1997	-0.0038	(0.50)	-0.0048	(0.22)
1998–2008	0.0005	(0.89)	-0.0054	(0.09)

Tabellen viser estimater for gjennomsnittlig alfa (meravkastning) for statens portefølje, hvor vi hver måned estimerer en beta ( $\hat{\beta}_{pt}$ ) for statens portefølje, og regner ut realisert alfa som

$$\hat{\alpha}_{pt} = er_{pt} - \hat{\beta}_{pt}er_{mt}$$

Første kolonne indikerer perioden som den er beregnet ut fra. Kolonne 2 viser gjennomsnittlig alfa beregnet med en likeveid portefølje som markedsportefølje. Kolonne 3 viser p-verdien til en test om dette snittet er null. Kolonne 4 viser gjennomsnittlig alfa beregnet med en verdiveid portefølje som markedsportefølje. Kolonne 5 viser p-verdien til en test om dette snittet er null.

---

## 5 Statlig eierskap og aksjelicviditet

La oss til slutt se litt på et par potensielle *indirekte* virkninger av statlig eierskap. I debatten omkring statlig eierskap har en stilt spørsmål med om statlig eierskap påvirker *likviditeteten* i handelen på Oslo Børs. Argumentet er at en stor, statlig eierpost som ikke skifter hender vil gjøre at det blir få aksjer “igjen” til de øvrige aktørene på børsen. Det er langt fra opplagt at dette er et relevant argument. Det er riktig at en stor, konsentrert eierpost gjør at “free float” av aksjene i et selskap er mindre, men det er ikke det samme som at likviditeten i handel nødvendigvis er lav, handelen kan være aktiv blant de øvrige eierne. Det er også mange andre aksjer på Oslo Børs som har en stor andel av aksjene eid av konsentrerte, langsiktige eiere. For å se på dette spørsmålet er det nødvendig konkret å måle likviditet, og se om statlig eierskap er en forklaringsfaktor. Ett problem er at likviditet ikke er et entydig begrep, likviditet har ulike teoretiske aspekter, og det er derfor en rekke empiriske mål på likviditet. Vi vil nøye oss med å se på et utvalg av velkjente empiriske mål på likviditet,<sup>22</sup> og ser hvilke egenskaper ved markedet, aksjen og eierskapet synes å påvirke likviditeten. Her har vi med andel direkte statlig eid som en forklaringsvariabel, i tillegg til en rekke andre alternative forklaringsvariabler.

I tabell 12 viser vi resultatene av en rekke regresjoner med et likviditetsmål som avhengig variabel. Vi viser resultater for fire forskjellige likviditetsmål: Relativ BA Spread, ILLIQ, LOT og Roll. Som forklaringsvariable bruker vi mange av de samme variablene som ble brukt når vi så på sammenheng mellom eierstyring og lønnsomhet: Egenskaper ved eierne, konsentrasjon og innsideandel. Vi kontrollerer for volatilitet, aksjepris, og selskapstørrelse. Vi kontrollerer også for forskjeller mellom produktmarkeder. Den variabelen som vi bruker for å se på om statlig eierskap påvirker likviditeten er andelen av selskapet direkte eid av staten. Tabell 12 viser resultatene av disse regresjonene. Det eneste tilfellet hvor vi finner en signifikant sammenheng mellom statlig eierandel og likviditet er i siste delperiode, 1998–2007, hvor både relativ spread og ILLIQ synes å stige (likviditeten blir dårligere) når statlig eierandel øker.

---

<sup>22</sup>Se Næs, Skjeltorp, and Ødegaard (2008b) og Ødegaard (2009b) for en utdyping av forskjellige likviditetsmål, og deres anvendelse på Oslo Børs.

**Tabell 12** Regresjoner: Hva påvirker aksjers likviditet?

Panel A: Hele perioden 1989–2007

Variable	Relativ BA Spread		Amihud Illiq		LOT		Roll(avkastning)	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	0.171	(0.00)	3.745	(0.00)	0.063	(0.00)	0.062	(0.00)
Herfindahl Indeks	0.025	(0.00)	0.048	(0.84)	0.027	(0.00)	0.006	(0.04)
Primærinnsideandel	-0.001	(0.70)	0.155	(0.67)	-0.006	(0.19)	0.000	(0.93)
ln(Markedsverdi)	-0.008	(0.00)	-0.224	(0.00)	-0.005	(0.00)	-0.003	(0.00)
Volatilitet	0.593	(0.00)	31.494	(0.00)	1.755	(0.00)	0.623	(0.00)
ln(Aksjepris)	0.003	(0.00)	0.092	(0.03)	0.004	(0.00)	-0.001	(0.06)
Andel direkte statlig eie	0.002	(0.64)	0.685	(0.07)	-0.006	(0.16)	-0.002	(0.69)
Produktmarked: 10 Energi	-0.005	(0.00)	-0.036	(0.80)	-0.005	(0.01)	-0.005	(0.01)
Produktmarked: 15 Material	-0.005	(0.00)	0.290	(0.13)	-0.004	(0.10)	-0.003	(0.22)
Produktmarked: 20 Industri	0.003	(0.03)	-0.053	(0.69)	0.004	(0.01)	0.001	(0.68)
Produktmarked: 25 Forbruk	0.010	(0.00)	0.097	(0.55)	0.002	(0.32)	0.005	(0.02)
Produktmarked: 40 Finans	-0.002	(0.16)	-0.034	(0.81)	0.005	(0.00)	-0.002	(0.15)
Produktmarked: 45 IT	-0.008	(0.00)	-0.389	(0.01)	-0.009	(0.00)	-0.006	(0.00)
<i>n</i>	2501		2508		2483		1716	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.66		0.22		0.82		0.47	

Panel B: Første delperiode 1989–1997

Variable	Relativ BA Spread		Amihud Illiq		LOT		Roll(avkastning)	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	0.205	(0.00)	6.150	(0.00)	0.025	(0.07)	0.088	(0.00)
Herfindahl Indeks	0.025	(0.00)	-0.247	(0.63)	0.033	(0.00)	0.002	(0.60)
Primærinnsideandel	-0.000	(0.94)	0.315	(0.72)	-0.022	(0.01)	-0.007	(0.27)
ln(Markedsverdi)	-0.010	(0.00)	-0.337	(0.00)	-0.003	(0.00)	-0.004	(0.00)
Volatilitet	0.453	(0.00)	39.456	(0.00)	1.977	(0.00)	0.566	(0.00)
ln(Aksjepris)	0.003	(0.00)	0.087	(0.33)	0.002	(0.01)	0.000	(0.66)
Andel direkte statlig eie	0.001	(0.87)	0.532	(0.48)	-0.027	(0.00)	-0.004	(0.52)
Produktmarked: 10 Energi	-0.005	(0.01)	-0.217	(0.46)	-0.005	(0.07)	-0.008	(0.00)
Produktmarked: 15 Material	-0.006	(0.01)	-0.107	(0.76)	-0.007	(0.04)	-0.006	(0.05)
Produktmarked: 20 Industri	0.000	(0.86)	-0.355	(0.22)	0.005	(0.10)	-0.004	(0.05)
Produktmarked: 25 Forbruk	0.005	(0.02)	-0.338	(0.31)	0.002	(0.60)	-0.000	(0.91)
Produktmarked: 40 Finans	-0.004	(0.06)	-0.068	(0.82)	0.006	(0.04)	-0.004	(0.08)
Produktmarked: 45 IT	-0.006	(0.01)	-0.564	(0.11)	-0.005	(0.15)	-0.007	(0.01)
<i>n</i>	1202		1204		1191		775	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.69		0.22		0.84		0.52	

Panel C: Andre delperiode 1998–2007

Variable	Relativ BA Spread		Amihud Illiq		LOT		Roll(avkastning)	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	0.165	(0.00)	2.086	(0.00)	0.085	(0.00)	0.064	(0.00)
Herfindahl Indeks	0.020	(0.00)	0.293	(0.00)	0.026	(0.00)	0.006	(0.12)
Primærinnsideandel	-0.002	(0.62)	0.128	(0.32)	0.004	(0.37)	0.004	(0.39)
ln(Markedsverdi)	-0.009	(0.00)	-0.128	(0.00)	-0.005	(0.00)	-0.003	(0.00)
Volatilitet	0.763	(0.00)	18.390	(0.00)	1.467	(0.00)	0.649	(0.00)
ln(Aksjepris)	0.005	(0.00)	0.064	(0.00)	0.003	(0.00)	-0.001	(0.06)
Andel direkte statlig eie	0.013	(0.01)	0.310	(0.04)	0.003	(0.60)	0.001	(0.90)
Produktmarked: 10 Energi	-0.005	(0.00)	-0.064	(0.24)	-0.005	(0.01)	-0.001	(0.62)
Produktmarked: 15 Material	0.002	(0.54)	0.411	(0.00)	-0.003	(0.42)	0.002	(0.69)
Produktmarked: 20 Industri	0.004	(0.01)	0.119	(0.02)	0.004	(0.02)	0.005	(0.02)
Produktmarked: 25 Forbruk	0.014	(0.00)	0.389	(0.00)	0.003	(0.11)	0.008	(0.00)
Produktmarked: 40 Finans	-0.003	(0.13)	-0.033	(0.57)	0.005	(0.01)	-0.002	(0.48)
Produktmarked: 45 IT	-0.012	(0.00)	-0.247	(0.00)	-0.010	(0.00)	-0.007	(0.01)
<i>n</i>	1299		1304		1292		941	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.69		0.52		0.81		0.46	

Hver tabell viser resultatet av flere regresjonsanalyser. En regresjon er beskrevet i to kolonner, med den avhengige variabelen gitt på toppen av kolonnene. Den første kolonnen er koeffisientestimater (coeff). I den andre kolonnen oppgis p-verdien av den estimerte koeffisienten. Hvilken forklaringsvariabel som er brukt er oppgitt i første kolonne. *Relativ BA Spread*: Relativ Spread er prosentvis forskjell mellom beste salgs og kjøpskurs, *ILLIQ*: ILLIQ, *LOT*: Lesmond, Ogden, and Trzcinka (1999) sitt estimat på transaksjonskostnader for en aksje, beregnet fra aksjeavkastninger, *Roll*: Roll (1982) sitt estimat på transaksjonskostnader for en aksje, beregnet fra autokorrelasjoner, *Herfindahl indeks*: Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *PrimærInnsideandel*: Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret, *ln(Selskapsstørrelse)*: Logaritmen til den total markedsværdien av selskapets aksjer, *Aksjepris*: Aksjepris i kroner og *Statlig (direkte) eierandel*: Andel av selskapet eid direkte av staten. Variablene merket med *Produktmarked: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet.

Relatert til spørsmål om aksjer med stor statlig eierandel blir mindre likvide er spørsmålet om aksjer med statlig eierandel blir mer volatile. Dette er mye av det samme argumentet, liten handel i en aksje (lav likviditet) gjør at prisene beveger seg sjeldnere, men med større bevegelser (mer volatilitet). For å se på dette kan vi gjøre en tilsvarende regresjon som når vi så om likviditet ble påvirket av statlig eierskap, med volatilitet som avhengig variabel (målt ved standardavviket til aksjeavkastningen i løpet av ett år), og tilsvarende forklaringsvariable som ovenfor. I tillegg kontrollerer vi for aksjelicviditet ved å ha med relativ spread som en forklaringsfaktor. Tabell 13 viser resultatene av disse regresjonene. Hvis vi konsentrerer oss om effekten av statlig eierskap, har regresjonene den tolkning at for hele perioden er det ikke en signifikant sammenheng mellom volatilitet og statlig eie, men det er det for de to delperiodene. I den første delperioden har relasjonen en positiv koeffisient, altså at større statlig eierandel leder til høyere volatilitet. I den andre perioden er relasjonen motsatt, en *negativ* sammenheng, altså at høyere statlig eierandel leder til *lavere* volatilitet. Denne sammenhengen er også signifikant, med en p-verdi på 5%.

**Tabell 13** Regresjoner: Hva påvirker aksjers volatilitet?

Panel A: Hele perioden 1989–2007

Variable	Volatilitet	
	coeff	pvalue
constant	0.035	(0.00)
Herfindahl Indeks	0.007	(0.00)
ln(Markedsverdi)	-0.000	(0.74)
ln(Aksjepris)	-0.003	(0.00)
Andel direkte statlig eie	0.005	(0.14)
Produktmarked: 10 Energi	0.002	(0.29)
Produktmarked: 15 Material	0.004	(0.06)
Produktmarked: 20 Industri	-0.003	(0.04)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.003	(0.09)
Produktmarked: 30 Konsum	-0.004	(0.09)
Produktmarked: 40 Finans	-0.007	(0.00)
Produktmarked: 45 IT	0.005	(0.00)
Relativ BA Spread	0.533	(0.00)
<i>n</i>	2501	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.52	

Panel B: Første delperiode 1989–1997

Variable	Volatilitet	
	coeff	pvalue
constant	0.041	(0.00)
Herfindahl Indeks	0.009	(0.02)
ln(Markedsverdi)	-0.000	(0.49)
ln(Aksjepris)	-0.004	(0.00)
Andel direkte statlig eie	0.015	(0.01)
Produktmarked: 10 Energi	0.001	(0.79)
Produktmarked: 15 Material	0.005	(0.14)
Produktmarked: 20 Industri	-0.005	(0.12)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.003	(0.38)
Produktmarked: 30 Konsum	-0.002	(0.56)
Produktmarked: 40 Finans	-0.008	(0.01)
Produktmarked: 45 IT	-0.001	(0.73)
Relativ BA Spread	0.619	(0.00)
<i>n</i>	1202	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.52	

Panel C: Andre delperiode 1998–2007

Variable	Volatilitet	
	coeff	pvalue
constant	0.018	(0.02)
Herfindahl Indeks	0.006	(0.01)
ln(Markedsverdi)	0.001	(0.05)
ln(Aksjepris)	-0.003	(0.00)
Andel direkte statlig eie	-0.008	(0.05)
Produktmarked: 10 Energi	0.001	(0.57)
Produktmarked: 15 Material	-0.004	(0.19)
Produktmarked: 20 Industri	-0.003	(0.05)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.005	(0.01)
Produktmarked: 30 Konsum	-0.006	(0.01)
Produktmarked: 40 Finans	-0.007	(0.00)
Produktmarked: 45 IT	0.007	(0.00)
Relativ BA Spread	0.486	(0.00)
<i>n</i>	1299	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.55	

Hver tabell viser resultatet av flere regresjonsanalyser. En regresjon er beskrevet i to kolonner, med den avhengige variabelen gitt på toppen av kolonene. Den første kolonnen er koeffisientestimer (coeff). I den andre kolonnen oppgis p-verdien av den estimerte koeffisienten. Hvilken forklaringsvariabel som er brukt er oppgitt i første kolonne. *Volatilitet*: Standardavviket til aksjens avkastning, målt over ett års daglige avkastninger, *Herfindahl indeks*: Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *PrimærInnsideandel*: Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret, *ln(Selskapsstørrelse)*: Logaritmen til den total markedsverdien av selskapets aksjerog *Statlig (direkte) eierandel*: Andel av selskapet eid direkte av staten. Variablene merket med *Produktmarked: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet.



## 6 Konklusjon

Det spørsmålet vi ønsker å se på i denne studien er hvordan Oslo Børs påvirkes av det direkte statlige eierskapet i norske selskaper. Vi har i denne studien gjort et sett med empiriske undersøkelser for å kaste lys på dette. Som med all empiri må det understrekes at konklusjonene nedenfor er trekkes ut i fra et begrenset sett med analyser, under spesifikke forutsetninger. Det er ikke umulig at andre, med andre metoder og forutsetninger, kan trekke andre konklusjoner. Med de forbeholdene har vi altså først sett om det er en “statsrabatt” på Oslo Børs. Ved å se på data fra 1989 til 2007 har vi funnet noen indikasjoner på en slik rabatt, en negativ sammenheng mellom lønnsomhet, målt ved  $Q$ , og direkte statlig eierandel, men denne sammenhengen var kun signifikant i første del av perioden, 1989–1997. Vi har også sett på den risikjusterte aksjeavkastningen for statens portefølje. Porteføljens alfa (risikjustert meravkastning) var ikke signifikant forskjellig fra null. Vi har også sett på statlig eie og likviditet. Det er noen tegn til at statlig eierskap påvirker likviditet, målt ved spread, negativt i siste del av perioden. Sammenhengen mellom volatilitet og statlig eierskap er ustabil over tid, den skifter fra positiv til negativ.

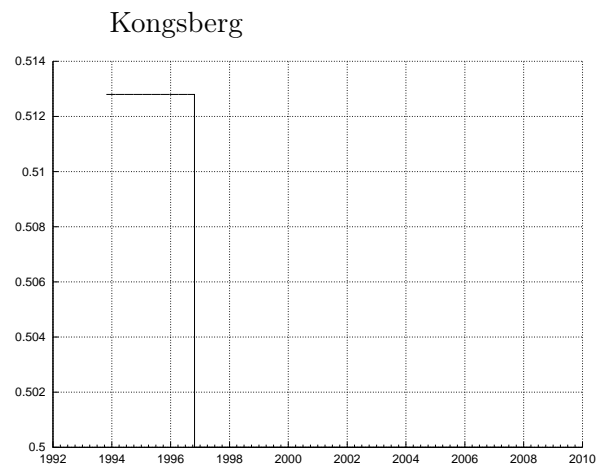
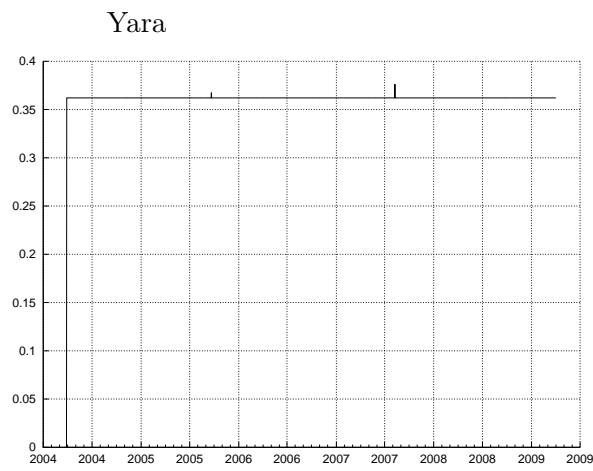
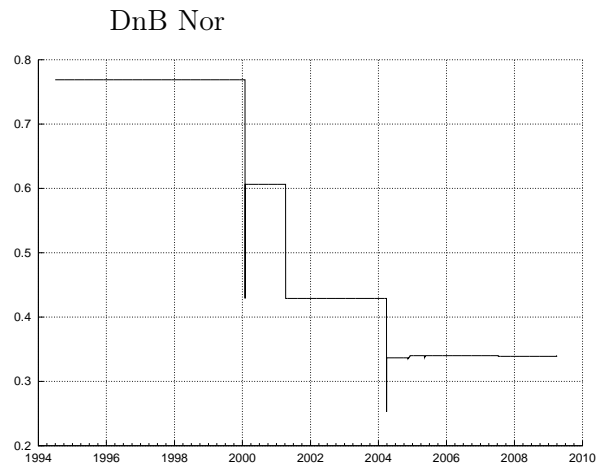
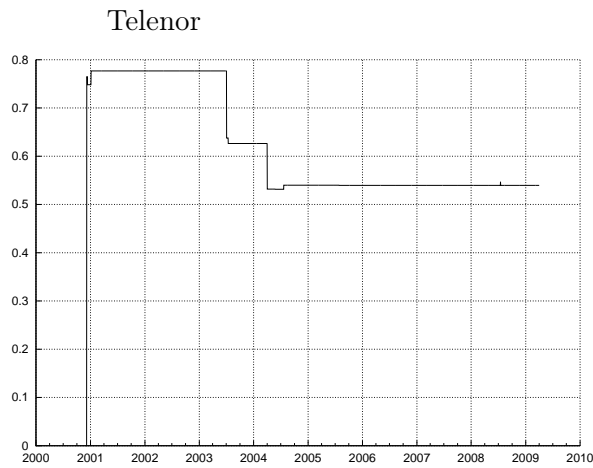
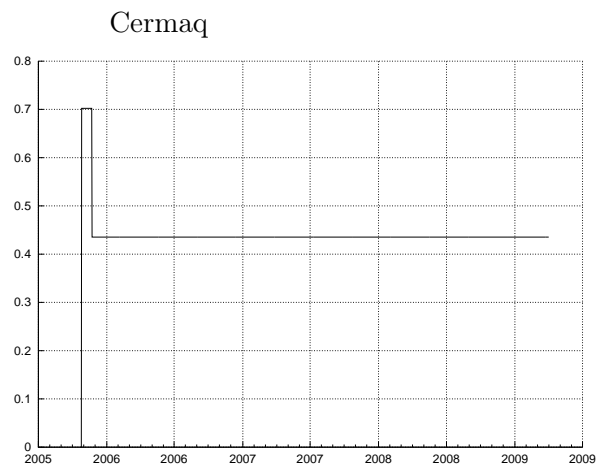
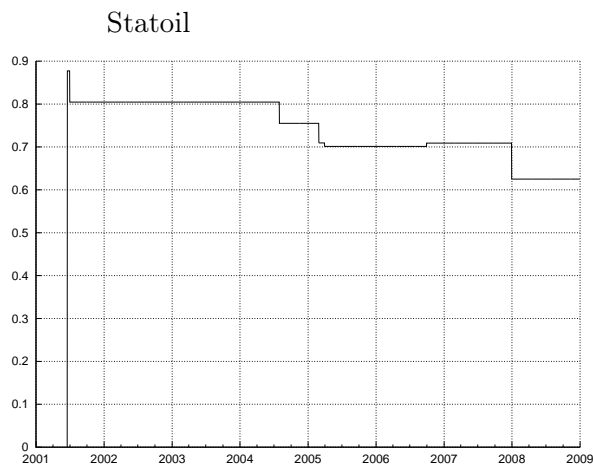
Det kan her være på sin plass å nevne at det er en rekke aspekter av statlig eierskap vi ikke har sett på i denne begrensede studien, og som kunne være interessante for framtidige studier. Én er endogenitet i forholdet mellom lønnsomhet og eierskap. Vi har nevnt at dette er et potensielt problem. Hvis en kunne trekke dette inn i analysen ville en kunne forbedre analysen vi har gjort i denne rapporten vesentlig. Et annet tema vi ikke har sett på er prisen ved børsintroduksjonen. Hvis det er en “statsrabatt” i denne ville vi ikke fange den opp i våre analyser, siden vi ser på avkastning *etter* børsintroduksjonen.

## APPENDIKS

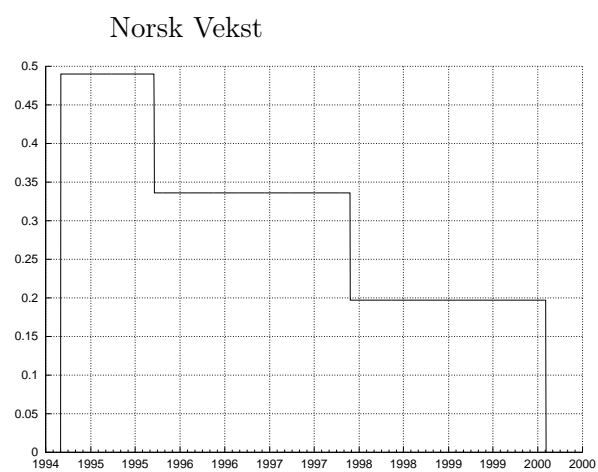
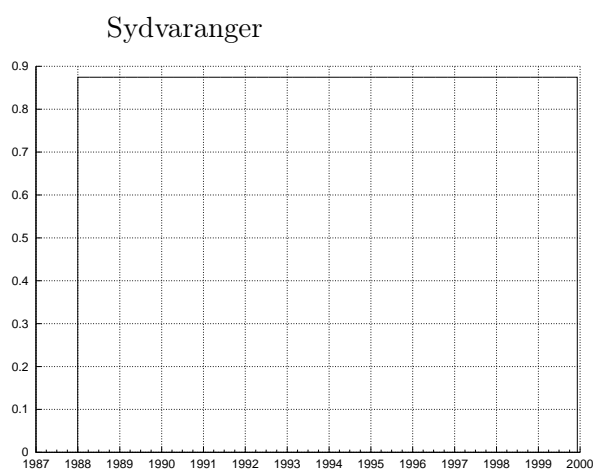
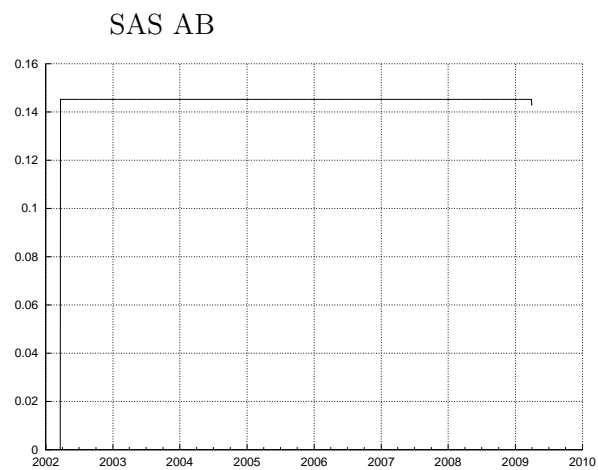
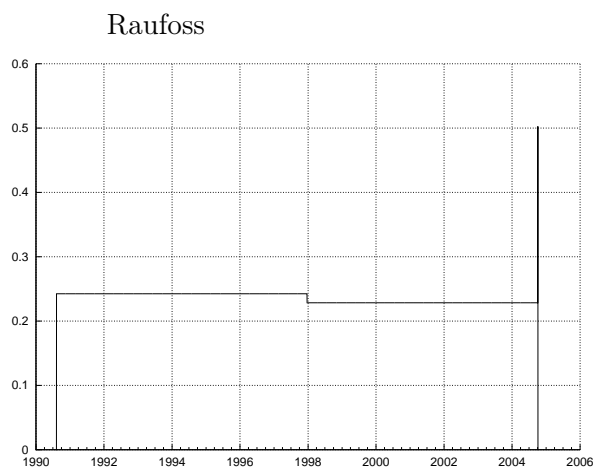
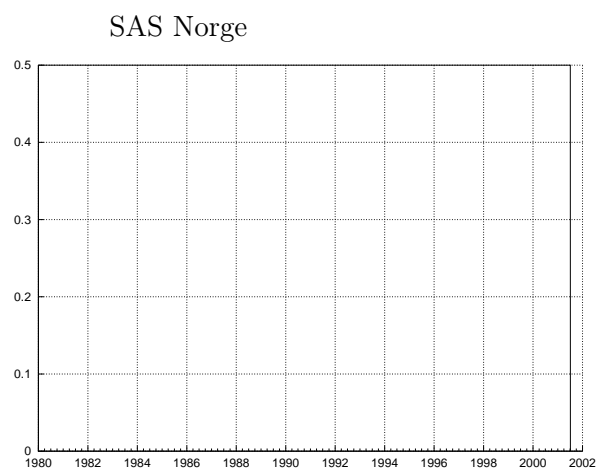
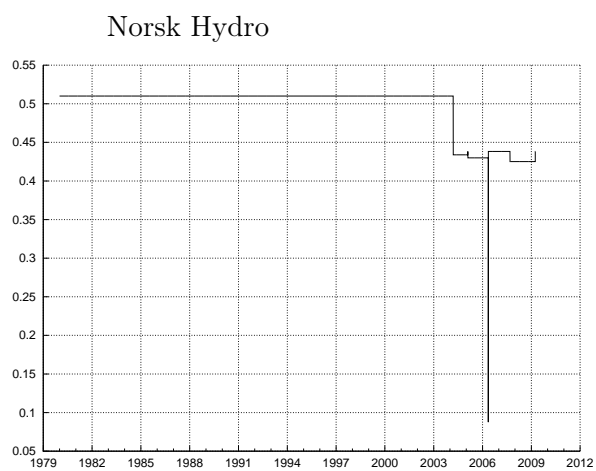
### A Appendiks: Selskaper med direkte statlig eierskap

I dette appendikset gir vi detaljert informasjon om det statlige eierskapet som er brukt i estimeringene, ved detaljert å vise utviklingen i statlige eierandeler i de selskapene som er brukt. Tallene er stort sett fra nærings og handelsdepartementet (NHD), men også korrigert ved hjelp av NOU 2004:7 og St.meld.nr 22 (2001-2002), samt data fra Statoils årsberetning for detaljer om statens eie i Statoil.

**Figur 2** Direkte statlig eierskap for enkeltsselskap



**Figur 3** Direkte statlig eierskap for enkeltselskap, fortsatt



## B Appendiks: Detaljer om eierskapet ved Oslo Børs

### B.1 Direkte statlig eierskap

### B.2 Eiertyper

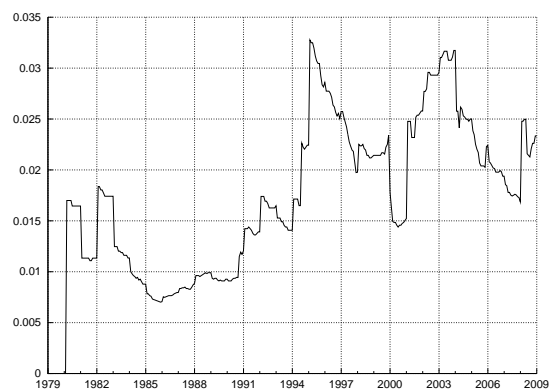
**Figur 4** Statlig (direkte) eierandel

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		med	snitt		med	snitt		med	snitt		med
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		18.0	1.8	0.0	14.9	1.4	0.0	12.9	2.5	0.0	28.3	2.3	0.0
Industri	Energi	13.0	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	42.2	4.8	0.0
	Materialer	0.0	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0
	Industri	25.8	3.8	0.0	31.6	3.9	0.0	29.3	3.5	0.0	14.1	3.4	0.0
	Forbruk	0.8	0.5	0.0	3.1	2.0	0.0	1.2	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
	Konsument	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	1.4	0.0
	Helse	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	Finans	9.4	1.1	0.0	0.7	0.2	0.0	18.6	4.1	0.0	19.1	1.2	0.0
	IT	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	Telekom	36.4	31.3	27.0				0.0	0.0	0.0	55.4	50.1	54.0
Forsyning	0.0	0.0	0.0				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Størrelse	1 (små)	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.3	0.0	0.1	0.0	0.0
	2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0
	3	1.7	1.6	0.0	1.8	2.2	0.0	3.4	3.1	0.0	1.4	1.1	0.0
	4 (store)	20.9	4.8	0.0	15.0	3.3	0.0	15.1	4.3	0.0	31.7	7.9	0.0

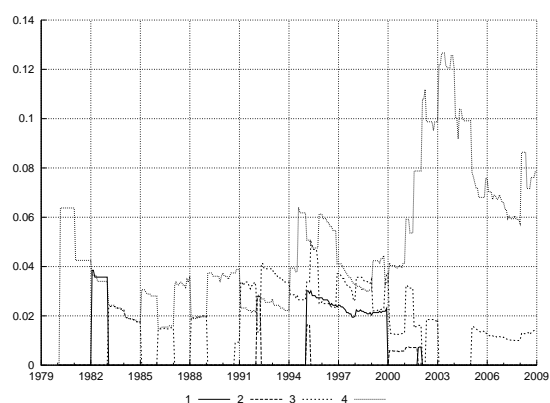
Verdiveid gjennomsnitt



Likeveid gjennomsnitt



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse

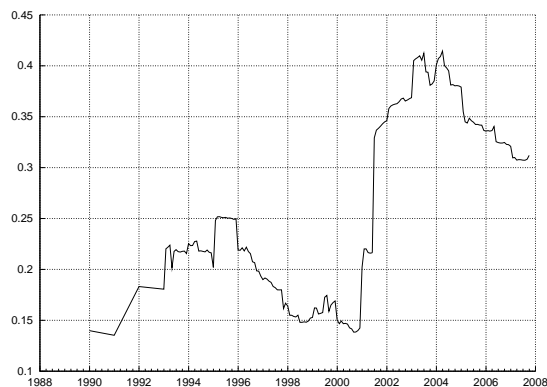


Vi beskriver *Statlig (direkte) eierandel* : Andel av selskapet eid direkte av staten. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

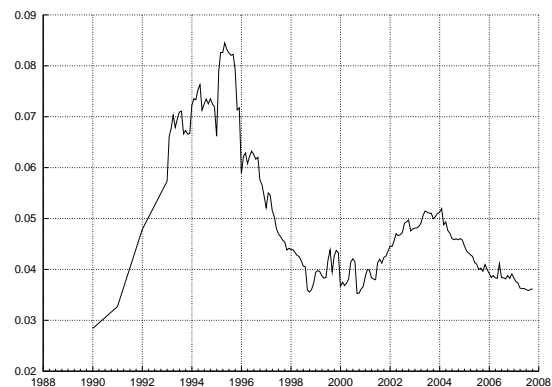
**Figur 5** Offentlig eierandel

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		26.1	5.0	0.1	21.8	6.6	0.4	19.0	5.3	0.3	32.2	4.3	0.1
Industri	Energi	25.8	3.2	0.1	9.7	2.6	0.2	6.1	2.3	0.2	43.4	3.9	0.0
	Materialer	9.9	7.3	0.1	15.2	18.3	5.5	13.7	11.2	0.6	5.8	1.5	0.0
	Industri	27.4	5.3	0.0	33.6	4.3	0.0	30.7	4.6	0.0	23.4	6.0	0.0
	Forbruk	5.9	3.6	0.1	6.3	4.8	0.5	6.4	3.9	0.4	5.4	3.1	0.0
	Konsument	10.1	6.0	1.0	11.9	9.5	8.3	9.8	7.4	3.7	9.7	4.1	0.2
	Helse	11.3	10.7	0.0	11.0	36.6	42.7	8.9	9.5	2.3	13.0	3.6	0.0
	Finans	14.5	5.2	1.0	21.7	9.0	0.1	26.0	7.7	1.2	4.8	2.4	1.0
	IT	6.6	3.6	0.0	3.1	3.4	0.6	4.2	3.4	0.3	9.3	3.7	0.0
	Telekom	41.4	32.8	28.6				2.3	3.8	1.5	59.9	46.6	52.7
Forsyning	35.8	29.8	30.2				31.8	31.8	32.9	37.8	28.8	28.2	
Størrelse	1 (små)	2.0	2.5	0.0	3.0	4.9	0.0	3.4	3.9	0.0	0.9	0.9	0.0
	2	1.7	1.6	0.0	1.5	1.3	0.0	1.8	1.8	0.0	1.7	1.5	0.0
	3	4.1	3.6	0.1	8.4	7.2	0.8	5.0	4.5	0.2	2.3	2.0	0.1
	4 (store)	29.0	12.3	4.7	23.5	13.7	4.7	21.9	11.1	4.1	35.3	12.6	5.3

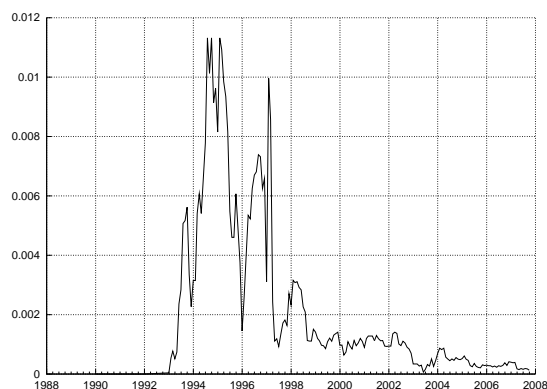
Verdiveid gjennomsnitt



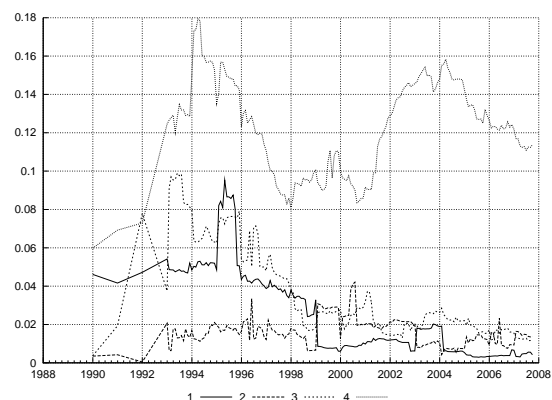
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse

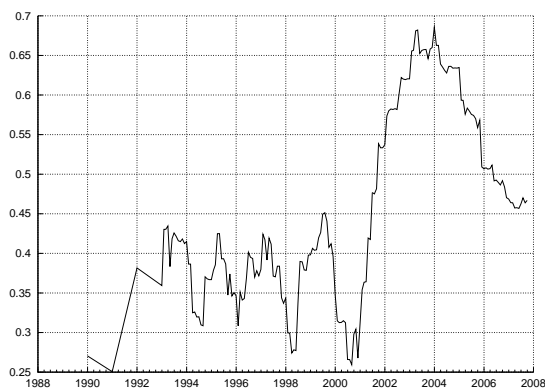


Vi beskriver *Offentlig eierandel* : Andel av selskapet eid av offentlig forvaltning (stat, kommune, offentlige pensjonsfond mv). I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserietviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

**Figur 6** Største eier er offentlig

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		45.2	8.5	0.0	44.2	10.2	0.0	37.7	9.0	0.0	52.4	7.6	0.0
Industri	Energi	37.9	3.6	0.0	22.4	2.9	0.0	5.9	1.4	0.0	63.3	5.1	0.0
	Materialer	21.0	13.1	0.0	42.7	34.9	0.0	25.7	19.0	0.0	11.3	2.8	0.0
	Industri	50.9	8.2	0.0	61.5	7.0	0.0	56.5	7.4	0.0	44.0	9.2	0.0
	Forbruk	6.8	6.8	0.0	10.1	6.5	0.0	7.6	8.1	0.0	5.3	6.1	0.0
	Konsument	45.8	13.7	0.0	18.7	14.3	0.0	53.3	18.3	0.0	49.2	10.5	0.0
	Helse	48.7	21.9	0.0	7.6	41.7	50.0	45.3	18.4	0.0	63.2	18.1	0.0
	Finans	24.4	7.2	0.0	27.0	13.3	0.0	47.1	12.9	0.0	9.0	1.7	0.0
	IT	17.8	8.0	0.0	10.2	6.2	0.0	11.0	6.5	0.0	24.4	9.4	0.0
	Telekom	60.0	47.7	50.0				1.9	5.7	0.0	87.6	67.6	50.0
Forsyning	80.5	66.3	50.0				60.4	60.4	100.0	90.9	69.4	50.0	
Størrelse	1 (små)	2.1	2.5	0.0	3.9	7.7	0.0	4.1	3.6	0.0	0.3	0.3	0.0
	2	2.6	2.3	0.0	3.7	3.0	0.0	3.1	2.9	0.0	1.9	1.7	0.0
	3	7.7	6.5	0.0	11.9	9.7	0.0	11.2	9.6	0.0	4.3	3.6	0.0
	4 (store)	50.2	22.8	0.0	42.0	21.5	0.0	43.1	20.0	0.0	57.2	25.0	0.0

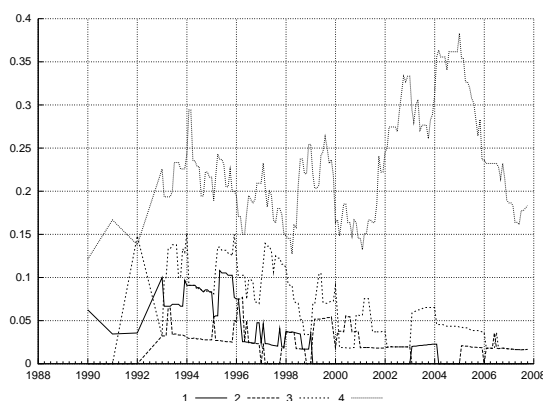
Verdiveid gjennomsnitt



Likeveid gjennomsnitt



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Største eier er offentlig* : Indikatorvariabel som er en hvis den største eieren i et selskap er offentlig. (Stat, kommune, offentlige pensjonsfond, e.l.). I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.



**Figur 7** Finansiell eierandel

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		16.9	17.4	14.5	16.3	19.2	15.5	20.7	19.7	17.0	14.0	15.3	12.6
Industri	Energi	15.0	16.0	14.2	18.3	15.2	14.1	21.7	19.5	20.4	9.6	14.0	11.0
	Materialer	19.9	15.4	11.9	25.0	21.4	15.2	26.0	20.1	16.1	14.5	10.5	6.0
	Industri	14.3	14.9	12.2	11.6	15.7	9.9	15.5	18.6	15.2	14.3	12.4	10.4
	Forbruk	15.1	16.1	13.4	13.0	16.8	14.6	16.9	17.2	15.2	14.6	15.2	12.5
	Konsument	24.0	25.9	26.1	32.1	32.8	36.1	29.5	30.6	30.2	18.1	20.8	16.4
	Helse	23.4	17.3	16.2	21.1	16.3	17.2	25.7	18.4	18.2	22.6	16.9	15.5
	Finans	28.4	20.0	15.9	27.7	25.0	22.2	23.6	21.1	17.3	31.6	17.8	15.1
	IT	20.1	20.0	17.3	20.2	25.5	23.5	22.6	20.9	19.2	18.5	17.7	15.6
	Telekom	8.3	9.8	9.1				12.4	12.6	14.0	6.3	8.5	5.9
Forsyning	10.3	12.2	13.6				16.8	16.8	17.2	7.0	9.9	11.8	
Størrelse	1 (små)	14.2	13.1	10.4	18.9	15.7	12.0	14.4	13.3	10.2	12.6	12.2	10.4
	2	17.1	17.0	13.9	18.5	19.1	15.1	19.1	18.8	15.4	15.4	15.3	11.7
	3	19.3	19.3	16.2	20.4	20.4	16.9	23.2	23.0	21.6	16.4	16.5	14.2
	4 (store)	16.7	20.0	18.3	18.3	21.7	18.2	20.5	23.4	22.2	13.8	17.3	16.5

Verdiveid gjennomsnitt



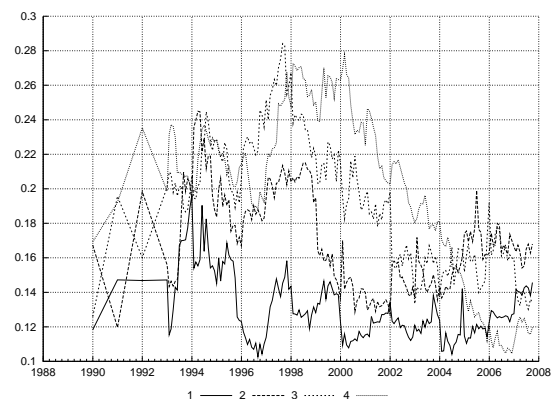
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Finansiell eierandel* : Andel av selskapet eid av finansielle eiere (banker, aksjefond, forsikringselskaper mv). I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsrueutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

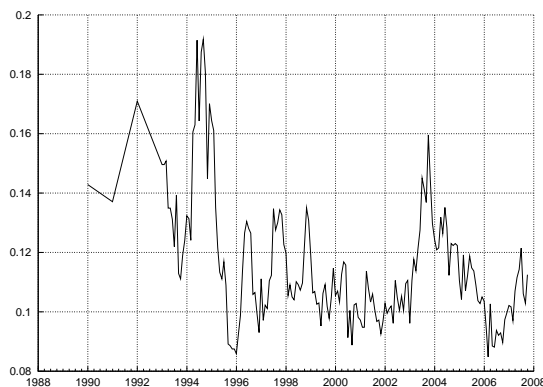
**Figur 8 Største eier er finansiell**

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		6.1	11.6	0.0	5.1	14.8	0.0	5.5	11.1	0.0	3.9	10.9	0.0
Industri	Energi	2.2	3.5	0.0	0.4	1.1	0.0	4.9	4.2	0.0	0.9	3.8	0.0
	Materialer	2.4	10.3	0.0	4.5	16.3	0.0	3.3	13.3	0.0	1.1	6.5	0.0
	Industri	1.3	4.5	0.0	2.1	9.8	0.0	2.3	7.0	0.0	0.4	1.3	0.0
	Forbruk	2.4	9.8	0.0	7.3	9.5	0.0	1.0	3.0	0.0	1.7	14.3	0.0
	Konsument	9.3	13.6	0.0	57.7	29.8	0.0	0.1	5.4	0.0	0.7	14.0	0.0
	Helse	8.6	7.7	0.0	42.6	24.4	0.0	0.4	0.3	0.0	3.6	7.4	0.0
	Finans	22.8	30.8	0.0	28.9	32.8	0.0	18.1	28.7	0.0	23.9	31.6	0.0
	IT	6.2	9.4	0.0	5.5	10.9	0.0	7.9	10.9	0.0	5.2	8.0	0.0
	Telekom	0.0	0.0	0.0				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Forsyning	1.9	6.0	0.0				0.0	0.0	0.0	2.9	9.1	0.0	
Størrelse	1 (små)	15.3	15.7	0.0	23.2	19.2	0.0	10.0	10.9	0.0	16.3	17.8	0.0
	2	13.1	14.3	0.0	13.6	15.2	0.0	14.9	16.1	0.0	11.8	12.8	0.0
	3	9.9	10.2	0.0	11.0	10.7	0.0	11.7	11.4	0.0	8.5	9.2	0.0
	4 (store)	5.4	6.5	0.0	15.2	13.4	0.0	4.1	6.5	0.0	3.3	4.5	0.0

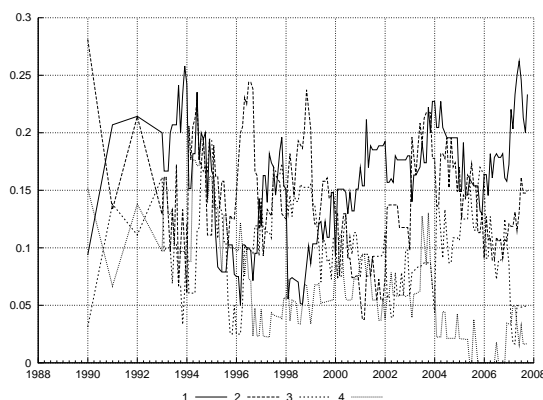
Verdiveid gjennomsnitt



Likeveid gjennomsnitt



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Største eier er finansiell* : Indikatorvariabel som er en hvis den største eieren i et selskap er et finansielt foretak. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

**Figur 9** Aksjefonds eierandel

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		5.5	6.2	4.2	5.5	4.7	3.4	6.7	7.0	5.4	5.1	6.2	4.1
Industri	Energi	5.8	7.4	6.0	5.2	4.1	2.7	7.9	8.7	9.3	4.6	7.5	5.7
	Materialer	7.9	5.1	2.1	7.2	4.5	4.5	10.0	6.8	5.5	6.7	4.2	0.0
	Industri	6.5	6.3	4.5	3.2	3.6	2.3	5.6	7.5	5.7	8.1	6.3	4.5
	Forbruk	6.8	6.1	4.0	3.8	5.4	3.0	7.1	7.1	4.8	7.5	5.7	3.9
	Konsument	6.7	7.4	6.1	5.6	6.4	6.4	8.2	8.9	9.0	6.1	6.7	4.7
	Helse	9.8	7.1	5.8	4.3	3.6	3.2	9.2	7.2	6.2	12.0	8.1	7.1
	Finans	4.0	3.7	1.2	5.2	5.7	5.2	4.6	3.8	1.1	3.3	3.0	0.8
	IT	8.9	8.6	6.6	5.5	8.0	6.9	9.8	8.7	7.1	9.5	8.7	6.3
	Telekom	3.2	4.0	3.4				4.4	4.8	4.6	2.6	3.6	2.6
Forsyning	3.3	3.2	4.0				4.4	4.4	4.3	2.8	2.6	1.5	
Størrelse	1 (små)	3.9	3.3	1.1	4.2	3.0	0.6	5.0	4.0	1.7	3.0	2.9	0.5
	2	6.7	6.5	3.8	5.7	5.9	3.4	7.4	7.3	4.6	6.5	6.2	3.5
	3	7.5	7.5	5.3	4.8	4.8	3.8	8.6	8.7	7.0	7.6	7.5	5.3
	4 (store)	5.3	7.6	7.0	4.3	5.3	4.8	6.5	7.9	7.8	4.9	8.1	7.5

Verdiveid gjennomsnitt



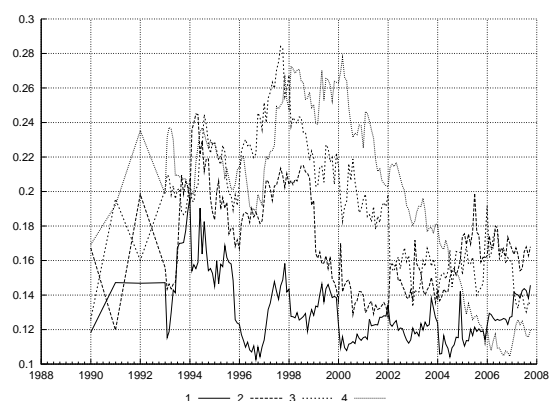
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Aksjefonds eierandel* : Andel av selskapet eid av aksjefond. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserietviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

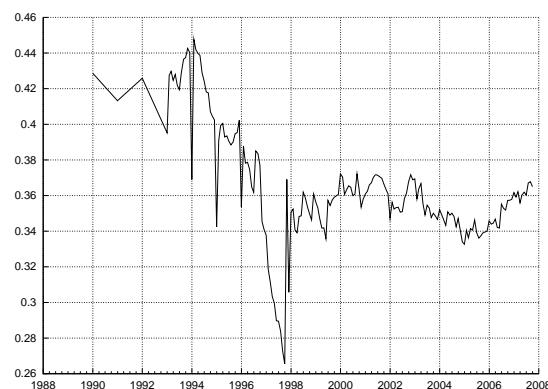
**Figur 10** Ikkefinansielle selskapers eierandel

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		19.5	36.5	31.8	23.6	42.1	42.9	21.1	35.4	31.7	16.4	35.5	30.8
Industri	Energi	20.5	37.7	35.0	33.4	47.9	55.6	28.3	38.5	38.0	11.5	34.2	31.8
	Materialer	32.4	34.5	32.1	36.0	35.1	35.3	34.1	36.8	37.2	30.3	32.9	27.1
	Industri	17.3	43.7	47.4	17.1	45.2	44.2	14.9	41.2	43.0	18.9	44.9	51.2
	Forbruk	41.2	43.6	43.3	32.8	47.0	44.0	31.1	37.7	36.9	50.2	46.3	47.8
	Konsument	25.0	40.0	39.6	33.1	40.4	42.5	21.7	37.4	36.0	24.8	41.5	41.0
	Helse	20.6	25.3	21.5	25.9	19.9	17.0	14.5	19.7	12.6	23.0	30.6	27.3
	Finans	23.6	30.2	25.1	32.4	36.7	38.2	21.1	29.4	26.7	22.5	28.8	23.4
	IT	20.8	29.0	26.8	23.4	35.5	36.4	17.5	26.1	25.1	22.2	28.9	26.4
	Telekom	14.2	19.9	19.7				35.8	35.3	37.0	4.0	12.6	12.7
Forsyning	34.2	36.7	30.9				22.1	22.1	27.1	40.5	44.3	48.8	
Størrelse	1 (små)	41.4	40.2	35.8	48.4	46.6	45.0	40.0	39.3	35.8	40.1	38.8	34.8
	2	40.9	41.1	36.3	47.4	47.8	46.1	40.2	41.0	39.0	39.4	39.1	34.6
	3	36.5	37.1	34.7	39.1	40.3	39.8	34.2	34.5	31.0	37.2	37.8	34.9
	4 (store)	16.9	27.7	19.1	23.6	35.3	32.5	18.2	26.5	20.3	14.1	26.3	17.8

Verdiveid gjennomsnitt



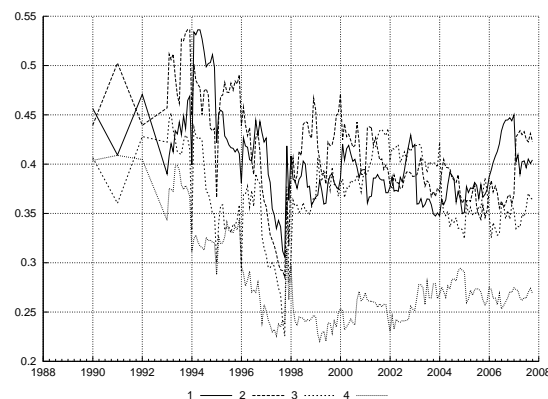
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Ikkefinansielle selskapers eierandel*: Andel av selskapet eid av ikkefinansielle selskaper (industrielle eiere). I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserietviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

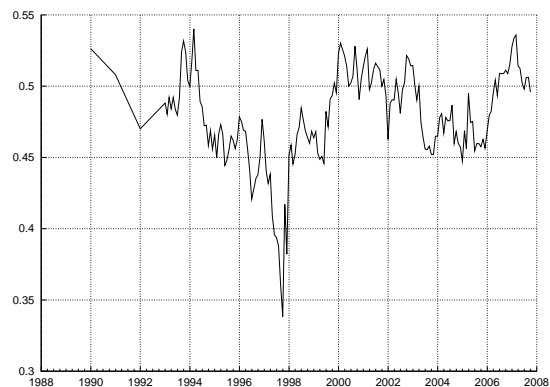
**Figur 11 Største eier er ikkefinansiert**

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		23.2	47.9	0.0	30.2	49.4	0.0	25.8	45.2	0.0	18.8	49.2	0.0
Industri	Energi	33.7	58.4	100.0	60.6	73.5	100.0	45.3	56.3	100.0	18.2	55.2	100.0
	Materialer	33.0	40.6	0.0	43.9	34.9	0.0	41.5	46.2	0.0	24.3	38.8	0.0
	Industri	22.1	57.8	100.0	17.9	52.9	100.0	18.5	53.9	100.0	25.7	61.9	100.0
	Forbruk	51.4	55.9	100.0	51.0	59.2	100.0	43.1	51.0	100.0	56.8	58.1	100.0
	Konsument	29.9	56.6	100.0	22.5	53.6	50.0	23.9	54.6	50.0	36.0	58.8	100.0
	Helse	26.6	34.4	0.0	49.4	22.0	0.0	20.0	25.9	0.0	24.0	43.5	0.0
	Finans	16.7	32.7	0.0	26.1	29.5	0.0	14.2	29.1	0.0	15.6	36.0	0.0
	IT	20.0	39.9	0.0	12.2	43.5	0.0	16.1	32.0	0.0	24.8	44.0	0.0
	Telekom	30.7	42.0	50.0				93.2	88.6	100.0	1.2	19.9	0.0
Forsyning	9.8	19.9	0.0				16.7	16.7	0.0	6.2	21.5	0.0	
Størrelse	1 (små)	55.1	54.1	100.0	55.4	52.1	25.0	50.0	50.1	100.0	58.3	57.4	100.0
	2	53.5	53.4	100.0	55.1	54.4	100.0	50.4	51.1	75.0	55.0	54.6	100.0
	3	47.3	48.6	50.0	47.7	48.9	50.0	41.0	42.0	0.0	51.2	52.8	100.0
	4 (store)	19.9	37.0	0.0	29.3	44.9	0.0	22.6	37.4	0.0	15.3	34.3	0.0

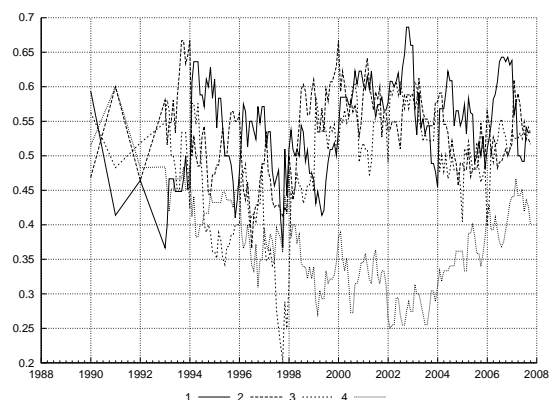
Verdiveid gjennomsnitt



Likeveid gjennomsnitt



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Største eier er ikkefinansiert* : Indikatorvariabel som er en hvis den største eieren i et selskap er et ikkefinansiert foretak. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserietviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

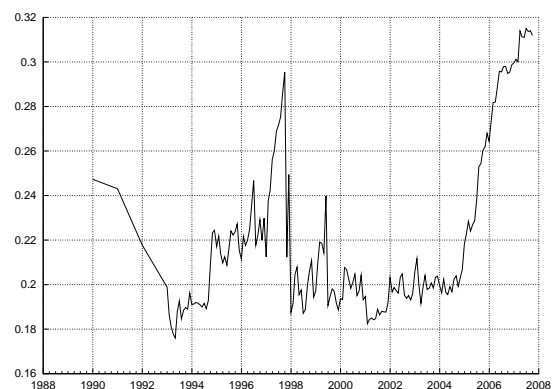
**Figur 12** Utlendingers eierandel

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		31.6	22.0	11.8	31.9	19.8	12.6	33.5	22.0	12.4	31.2	22.7	10.9
Industri	Energi	34.9	30.2	18.4	35.3	28.0	17.7	39.3	26.9	17.5	31.8	33.0	19.5
	Materialer	32.5	26.9	16.4	20.9	16.1	12.9	21.4	17.7	10.6	43.1	36.0	40.2
	Industri	35.6	22.2	10.5	32.7	22.6	13.2	34.2	22.9	12.6	37.4	21.6	6.8
	Forbruk	23.5	17.8	9.4	17.0	11.9	4.5	29.0	20.9	12.3	22.0	17.7	8.4
	Konsument	32.3	18.1	10.8	18.9	14.7	11.4	31.9	17.4	10.9	36.5	19.6	10.5
	Helse	33.0	24.2	15.9	37.5	20.8	20.3	42.9	31.0	19.8	25.1	20.8	13.8
	Finans	24.0	13.8	3.9	15.0	14.0	10.4	25.6	15.6	7.5	25.7	12.5	3.5
	IT	40.2	24.9	19.2	48.6	25.5	16.4	43.5	26.2	17.8	35.6	23.8	20.2
	Telekom	34.9	33.7	33.1				48.8	47.5	46.7	28.3	27.2	31.8
Forsyning	14.3	14.0	8.4				23.1	23.1	19.9	9.7	9.2	2.9	
Størrelse	1 (små)	12.0	11.8	4.6	11.4	11.7	4.4	11.9	12.1	5.2	12.3	11.6	4.6
	2	19.5	18.9	9.7	18.5	18.3	12.0	18.6	17.8	8.5	20.4	19.8	9.3
	3	24.6	24.1	12.9	23.8	23.0	12.8	24.2	24.3	14.4	25.1	24.3	12.1
	4 (store)	33.0	32.8	28.7	30.0	24.7	19.7	35.7	33.5	30.5	32.1	34.8	29.3

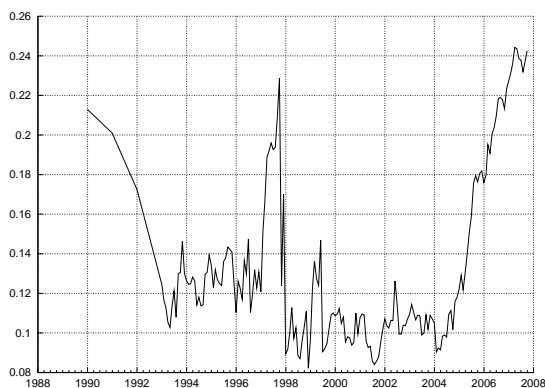
Verdiveid gjennomsnitt



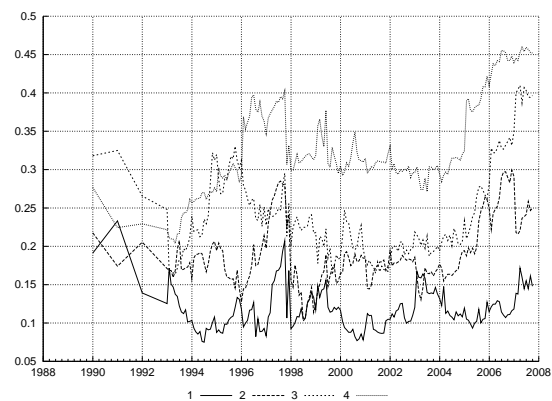
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Utlendingers eierandel* : Andel av selskapet eid av eiere som ikke hjemmehører i Norge. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

**Figur 13** Største eier er utenlandsk

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		17.5	21.5	0.0	17.1	14.6	0.0	23.3	21.0	0.0	16.6	23.9	0.0
Industri	Energi	25.1	28.8	0.0	15.0	15.9	0.0	42.4	28.6	0.0	17.0	32.9	0.0
	Materialer	43.4	35.1	0.0	8.9	13.8	0.0	29.4	21.5	0.0	62.9	50.4	50.0
	Industri	19.5	20.0	0.0	7.1	18.0	0.0	18.9	21.0	0.0	23.7	20.0	0.0
	Forbruk	7.2	13.6	0.0	5.9	11.6	0.0	13.3	18.1	0.0	3.6	11.3	0.0
	Konsument	14.3	11.6	0.0	1.0	2.2	0.0	22.0	12.6	0.0	13.4	13.7	0.0
	Helse	11.3	13.0	0.0	0.0	0.0	0.0	25.9	20.4	0.0	5.2	12.0	0.0
	Finans	16.8	17.4	0.0	8.0	10.4	0.0	16.5	17.3	0.0	19.7	19.5	0.0
	IT	41.1	26.4	0.0	54.7	22.6	0.0	41.3	22.3	0.0	37.0	30.1	0.0
	Telekom	9.2	10.3	0.0				4.9	5.7	0.0	11.3	12.5	0.0
Forsyning	7.8	7.8	0.0				22.9	22.9	0.0	0.0	0.0	0.0	
Størrelse	1 (små)	13.5	13.9	0.0	7.8	10.5	0.0	12.7	13.6	0.0	15.7	15.1	0.0
	2	22.6	22.2	0.0	17.2	17.9	0.0	20.1	19.0	0.0	25.9	25.6	0.0
	3	23.2	22.5	0.0	14.2	13.7	0.0	20.0	20.6	0.0	28.1	26.5	0.0
	4 (store)	17.1	27.5	0.0	7.1	13.8	0.0	23.9	30.8	0.0	15.6	29.6	0.0

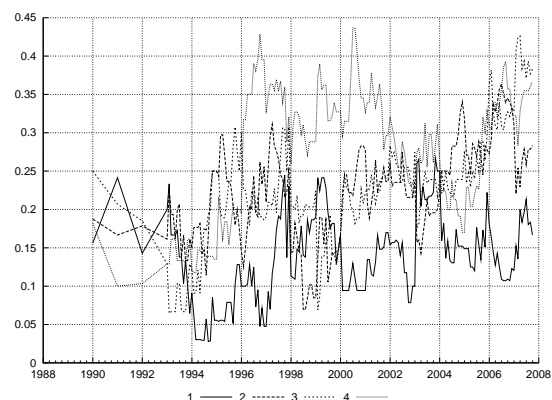
Verdiveid gjennomsnitt



Likeveid gjennomsnitt



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse

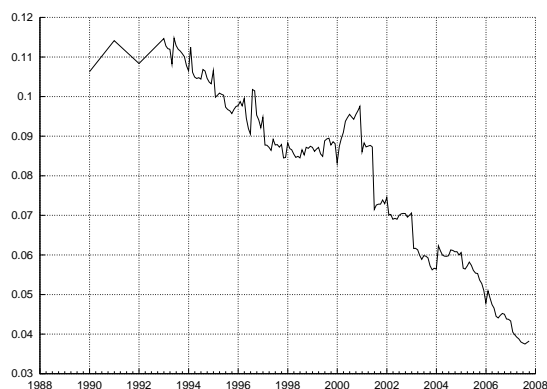


Vi beskriver *Største eier er utenlandsk* : Indikatorvariabel som er en hvis den største eieren i et selskap er utenlandsk. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsseriet utviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

**Figur 14** Individuel eierandel

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		8.0	21.4	15.1	8.4	18.9	13.2	9.1	20.9	14.9	6.3	22.6	17.7
Industri	Energi	5.6	15.0	9.3	8.4	11.0	7.6	7.2	16.1	9.0	3.8	15.5	10.4
	Materialer	7.5	17.7	11.1	9.5	13.4	9.7	7.9	16.9	11.6	6.6	19.4	11.6
	Industri	6.6	16.3	12.0	8.4	19.2	14.4	6.5	16.1	11.8	6.1	15.6	11.9
	Forbruk	15.5	20.4	17.2	34.9	24.9	18.6	18.4	22.5	18.3	7.8	17.8	15.6
	Konsument	10.7	12.0	10.3	11.3	9.6	8.2	9.8	9.7	9.1	11.0	14.1	13.6
	Helse	13.1	23.6	16.2	8.6	9.8	5.3	9.9	22.9	12.2	16.4	28.3	17.8
	Finans	14.2	33.5	37.9	14.1	23.3	16.3	12.2	29.9	23.0	15.5	38.9	43.8
	IT	14.6	25.6	23.4	12.6	20.5	18.3	15.6	27.1	26.1	14.6	26.2	22.7
	Telekom	1.4	4.0	1.7				1.1	1.2	1.1	1.6	5.3	2.2
Forsyning	5.8	7.7	6.9				7.1	7.1	7.2	5.1	8.0	6.7	
Størrelse	1 (små)	32.6	34.4	30.0	25.5	26.6	21.1	32.7	33.8	29.4	34.7	37.0	37.7
	2	23.0	23.6	21.1	21.3	21.0	16.4	23.0	23.4	21.1	23.5	24.6	22.8
	3	18.2	18.7	14.6	15.6	16.3	11.2	17.7	18.1	13.9	19.2	19.8	16.9
	4 (store)	6.3	9.2	5.7	9.8	10.8	7.1	7.0	8.5	5.7	4.8	9.2	5.5

Verdiveid gjennomsnitt



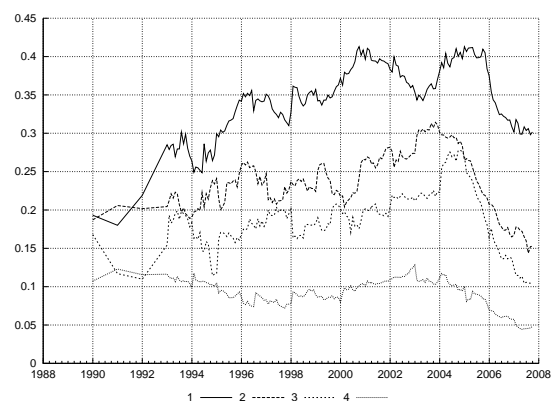
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Individuel eierandel* : Andel av selskapet eid av individuelle investorer. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsrerieutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.



**Figur 15** Største eier er individuell

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		3.1	8.0	0.0	2.4	7.5	0.0	4.0	12.1	0.0	1.4	5.4	0.0
Industri	Energi	0.5	4.0	0.0	0.1	1.5	0.0	1.2	8.5	0.0	0.2	1.8	0.0
	Materialer	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	Industri	3.1	6.2	0.0	11.2	8.9	0.0	3.3	8.1	0.0	0.5	4.1	0.0
	Forbruk	7.2	9.9	0.0	25.7	13.2	0.0	7.7	17.9	0.0	1.3	3.8	0.0
	Konsument	0.6	4.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	9.1	0.0	0.8	2.9	0.0
	Helse	4.8	22.6	0.0	0.2	8.3	0.0	8.4	34.9	0.0	4.0	18.9	0.0
	Finans	3.6	8.7	0.0	6.5	6.9	0.0	3.5	10.4	0.0	2.8	8.1	0.0
	IT	14.9	16.1	0.0	17.3	16.9	0.0	23.7	28.2	0.0	8.5	8.0	0.0
	Telekom	0.0	0.0	0.0				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Forsyning	0.0	0.0	0.0				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Størrelse	1 (små)	12.3	11.8	0.0	6.3	7.1	0.0	21.0	19.7	0.0	8.6	8.1	0.0
	2	7.2	7.1	0.0	8.7	8.3	0.0	10.6	10.1	0.0	4.6	4.7	0.0
	3	9.8	9.7	0.0	9.5	9.4	0.0	14.3	14.6	0.0	6.9	6.6	0.0
	4 (store)	2.2	3.7	0.0	6.4	6.1	0.0	2.1	4.1	0.0	0.9	2.6	0.0

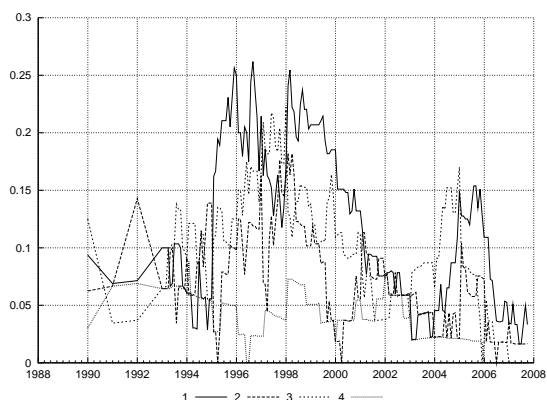
Verdiveid gjennomsnitt



Likeveid gjennomsnitt



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



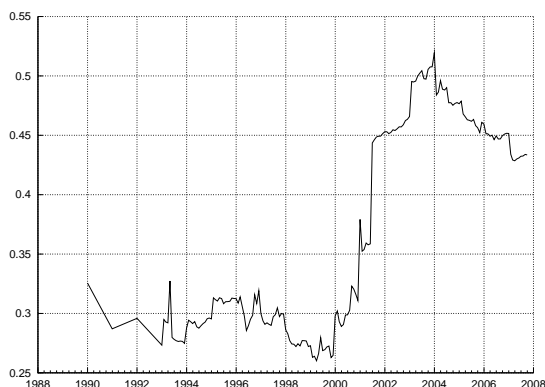
Vi beskriver *Største eier er individuell* : Indikatorvariabel som er en hvis den største eieren i et selskap er en individuell eier. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

## B.3 Eierkonsentrasjon

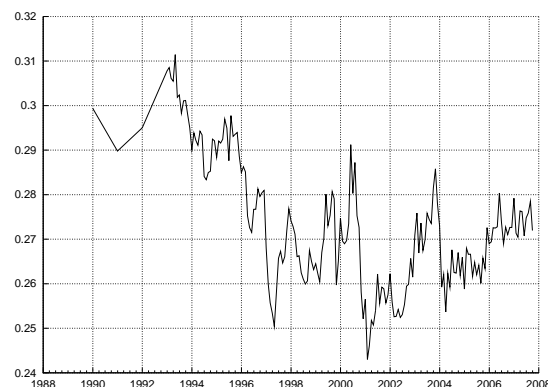
Figur 16 Største eier

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		36.7	27.3	21.8	32.0	29.6	22.5	29.1	27.4	22.1	43.9	26.6	21.5
Industri	Energi	38.1	30.7	27.7	19.8	31.7	28.5	25.3	29.2	24.4	52.0	31.4	28.0
	Materialer	20.0	31.3	25.5	22.0	36.6	30.1	21.9	35.0	31.4	18.1	27.4	24.2
	Industri	38.6	34.1	28.9	40.3	31.6	24.9	39.9	32.7	27.7	37.3	35.7	32.2
	Forbruk	35.4	30.2	30.3	26.6	32.7	25.8	27.2	29.2	28.9	43.3	30.0	31.2
	Konsument	17.3	28.8	25.3	17.3	21.5	20.7	15.5	27.5	24.8	18.4	31.9	28.3
	Helse	17.0	26.1	19.1	13.6	37.9	42.5	11.0	22.5	16.7	21.8	24.8	20.9
	Finans	31.9	17.8	9.9	28.4	21.8	11.2	27.6	18.1	10.0	35.7	16.4	9.8
	IT	26.2	20.8	14.3	40.2	25.1	19.0	28.3	21.9	14.6	20.6	18.9	13.9
	Telekom	49.0	40.0	43.9				24.7	24.3	25.0	60.5	47.4	44.6
Forsyning	27.8	25.5	27.5				14.4	14.4	11.8	34.8	31.2	30.7	
Størrelse	1 (små)	26.0	26.1	21.4	29.8	33.0	23.6	27.9	28.6	22.3	23.7	22.5	17.9
	2	25.8	25.3	21.1	27.0	26.4	21.0	25.3	25.2	21.4	25.7	25.1	20.9
	3	27.8	27.8	21.6	30.6	30.3	24.0	27.1	27.4	21.7	27.4	27.2	21.4
	4 (store)	37.7	29.9	23.5	29.0	27.4	20.8	29.6	28.1	23.0	45.6	31.7	28.0

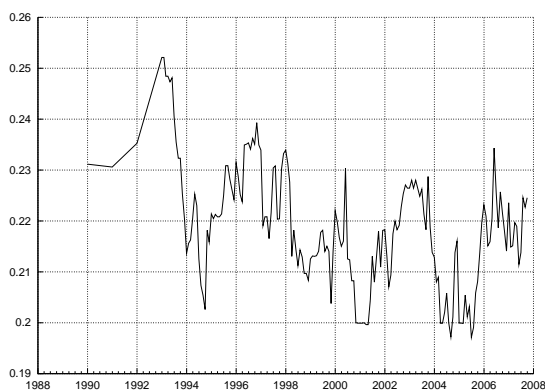
Verdiveid gjennomsnitt



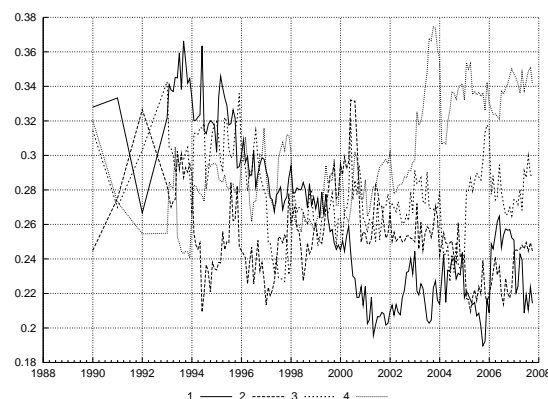
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Største eier* : Andel av et selskaps aksjer eid av dets største eier. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieu utviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

**Figur 17** Tre største eiere

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		50.5	43.9	42.1	48.1	46.7	43.0	44.7	43.6	42.6	55.8	43.3	41.6
Industri	Energi	51.3	47.4	48.3	36.7	50.4	49.7	42.3	45.8	44.7	61.5	47.5	48.6
	Materialer	37.8	48.5	46.5	37.8	49.5	45.8	37.7	48.5	46.9	37.9	48.2	46.5
	Industri	54.1	52.7	51.2	58.0	49.9	46.8	54.4	50.8	50.1	52.7	54.7	54.1
	Forbruk	51.0	49.8	51.1	45.0	51.5	47.3	43.7	47.4	45.9	57.6	50.9	52.0
	Konsument	31.0	44.4	42.8	32.9	38.0	37.3	28.8	42.3	40.7	31.9	47.6	47.9
	Helse	31.9	42.2	39.8	27.5	52.1	55.0	25.0	41.4	44.1	37.6	39.7	36.2
	Finans	46.0	30.7	21.8	44.6	36.9	24.7	43.6	30.8	23.7	48.0	28.8	19.9
	IT	41.5	36.5	31.0	56.9	41.9	34.2	41.0	37.1	31.4	37.2	34.4	30.1
	Telekom	67.4	59.7	62.3				63.6	62.2	64.4	69.2	58.5	54.7
	Forsyning	62.2	58.6	65.7				35.3	35.3	34.3	76.0	70.6	71.0
Størrelse	1 (små)	42.0	41.7	39.7	46.3	49.0	45.2	43.0	43.3	43.3	40.1	38.5	34.2
	2	42.9	42.3	41.7	44.6	44.3	43.0	41.4	41.5	41.6	43.3	42.3	41.7
	3	45.3	45.2	43.9	49.3	48.7	45.0	44.6	44.7	44.3	44.5	44.5	43.2
	4 (store)	51.2	46.3	40.5	45.5	44.2	37.8	44.9	44.8	39.8	56.9	47.8	48.0

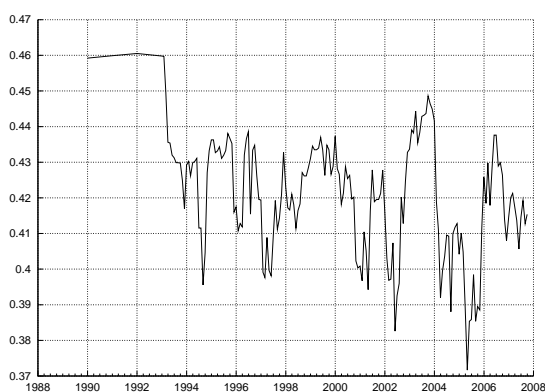
Verdiveid gjennomsnitt



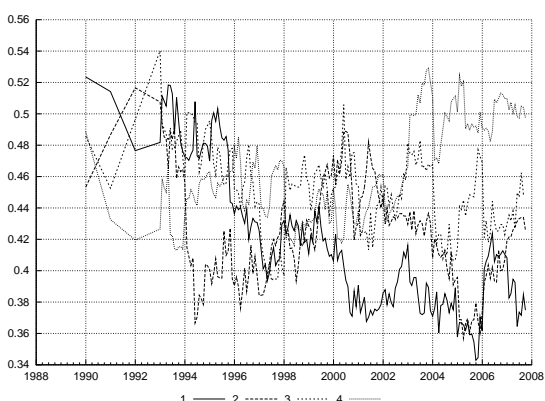
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Tre største eiere* : Andel av et selskaps aksjer eid av dets tre største eiere. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieu utviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

**Figur 18** Fem største eiere

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		57.2	52.0	51.6	55.6	55.5	54.3	52.2	51.7	52.3	61.5	51.1	50.5
Industri	Energi	58.2	54.9	56.0	46.1	59.4	59.0	50.9	53.3	53.9	66.5	54.5	57.4
	Materialer	44.7	55.1	53.0	44.7	55.6	52.6	44.0	54.2	51.9	45.2	55.6	53.1
	Industri	60.7	61.1	60.9	64.7	58.7	58.1	61.1	59.2	59.3	59.3	63.1	63.8
	Forbruk	59.0	58.7	59.6	55.6	60.8	58.8	52.4	56.3	58.5	64.2	59.6	60.9
	Konsument	38.9	52.3	51.5	41.7	47.1	47.7	36.4	49.7	48.3	39.6	55.5	57.5
	Helse	39.6	50.5	48.2	36.3	58.9	60.7	33.1	50.5	57.8	44.8	47.9	45.9
	Finans	52.8	38.1	29.0	52.4	45.8	35.1	50.6	38.3	31.1	54.4	35.6	27.3
	IT	49.3	45.1	41.3	64.6	51.9	44.9	48.6	45.6	42.0	45.1	42.7	40.0
	Telekom	74.3	67.6	66.3				77.2	75.5	78.1	73.0	63.8	61.4
Forsyning	71.4	69.0	74.9				49.9	49.9	49.7	82.5	78.9	80.0	
Størrelse	1 (små)	50.2	49.6	48.8	55.0	57.4	58.1	50.8	50.9	52.1	48.3	46.4	43.1
	2	51.2	50.7	51.8	54.2	54.0	55.2	49.5	49.7	52.4	51.4	50.5	50.9
	3	53.6	53.6	54.2	58.7	58.0	56.8	53.1	53.1	54.2	52.4	52.6	51.8
	4 (store)	57.6	53.7	49.5	53.2	52.2	46.8	52.3	52.7	49.3	62.5	54.8	57.7

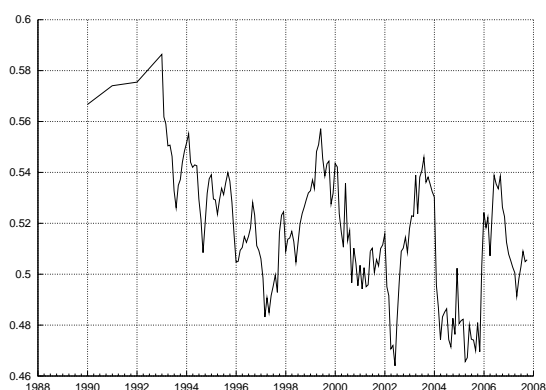
Verdiveid gjennomsnitt



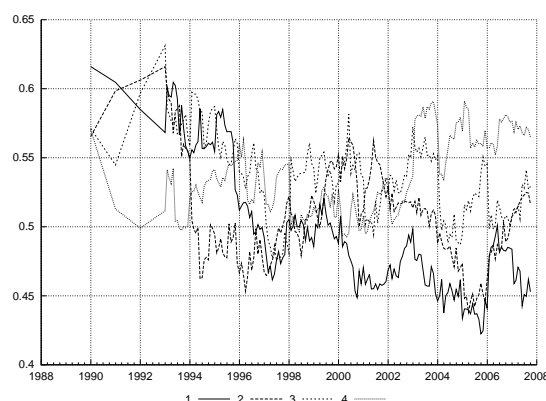
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Fem største eiere* : Andel av et selskaps aksjer eid av dets fem største eiere. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserietviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

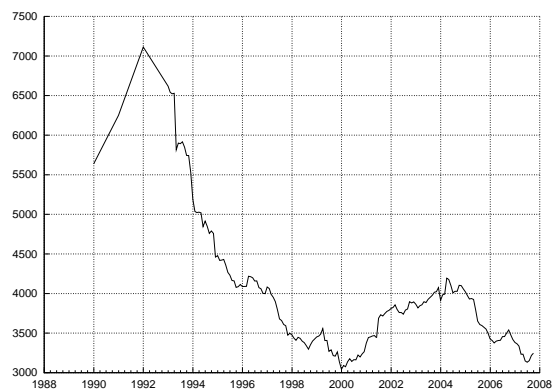
**Figur 19** Antall eiere

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		vw	ew	med	vw	ew	med	vw	ew	med	vw	ew	med
Alle		22396	4161	1198	19902	5439	1388	15819	3595	1151	27894	4142	1498
Industri	Energi	24638	5579	1618	15927	4782	1386	8855	3911	1362	37306	6880	2338
	Materialer	15587	9205	3968	14101	10383	10449	13040	7087	3380	17655	10205	4010
	Industri	16695	3041	1384	20410	3220	1694	20422	2716	1131	13210	3194	1440
	Forbruk	5949	2676	900	15644	6630	870	5475	2393	810	3365	1680	963
	Konsument	27128	9498	1910	24961	12784	1806	25446	10671	1662	28847	7771	2299
	Helse	6361	2978	1431	9876	5936	5623	8058	3377	1132	4230	1842	1286
	Finans	16626	4542	1164	20185	7503	1422	21908	5231	1452	12194	3220	1004
	IT	3700	2080	1184	2663	1608	1576	2256	1369	798	4931	2674	1682
	Telekom	29654	26330	20236				1491	1369	1332	42837	38280	46448
Forsyning	8354	7347	8162				10011	10011	9824	7507	5987	4700	
Størrelse	1 (små)	1289	1247	806	1306	1379	884	1119	1213	833	1393	1229	780
	2	1787	1659	886	1997	1879	984	1416	1447	797	1960	1729	920
	3	2582	2507	1574	3055	2838	1682	2200	2129	1244	2685	2650	1723
	4 (store)	25582	11510	4344	21314	15955	6210	18780	9893	3980	31196	11218	3933

Verdiveid gjennomsnitt



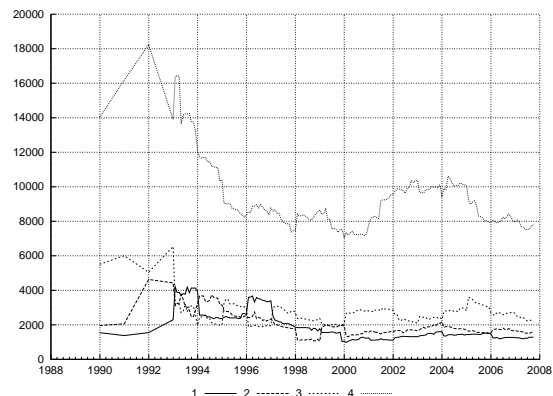
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse

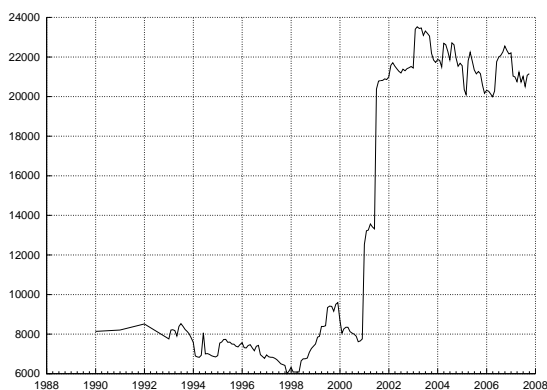


Vi beskriver *Antall eiere* : Totalt antall forskjellige eiere i et selskap. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9.

**Figur 20** Antall eiere ( $\geq 100$ )

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt	ew	med	snitt	ew	med	snitt	ew	med	snitt	ew	med
		vw			vw			vw			vw		
Alle		13956	2327	860	9772	1853	654	7511	1847	814	19884	2775	965
Industri	Energi	15923	3240	1302	6417	1925	924	4033	2041	1039	26343	4398	1998
	Materialer	6672	3980	2222	5436	3987	3558	4346	2587	1926	8525	4867	2284
	Industri	8130	1601	704	10633	1534	615	9359	1369	717	6600	1769	712
	Forbruk	2004	1060	676	1379	815	378	1908	965	550	2251	1193	794
	Konsument	15206	5131	1653	8744	4621	1116	11615	4764	969	19423	5517	2083
	Helse	4955	2316	1363	6866	4068	3883	6022	2567	1055	3704	1633	1220
	Finans	7605	2256	778	5546	2186	714	10584	2697	952	6317	1995	713
	IT	2824	1551	920	737	546	437	1795	1095	682	4102	2141	1457
	Telekom	28947	25798	19088				1379	1280	1279	41851	37536	45436
	Forsyning	5746	4995	5410				6900	6900	6772	5157	4022	3166
Størrelse	1 (små)	633	589	509	491	463	423	575	553	465	712	650	533
	2	1027	972	643	875	818	510	887	882	643	1161	1075	650
	3	1650	1610	1160	1172	1094	770	1297	1256	1056	2017	1989	1442
	4 (store)	15828	6281	2971	9308	5142	3364	8866	4826	2864	22214	7548	3051

Verdiveid gjennomsnitt



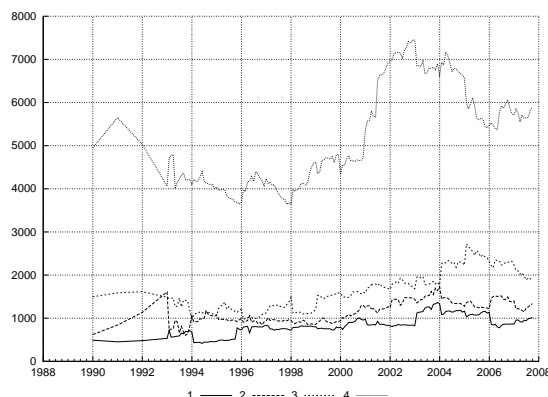
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *Antall eiere* ( $\geq 100$ ): Totalt antall forskjellige eiere i et selskap, betinget på at eieren har et minimum av 100 aksjer. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9.

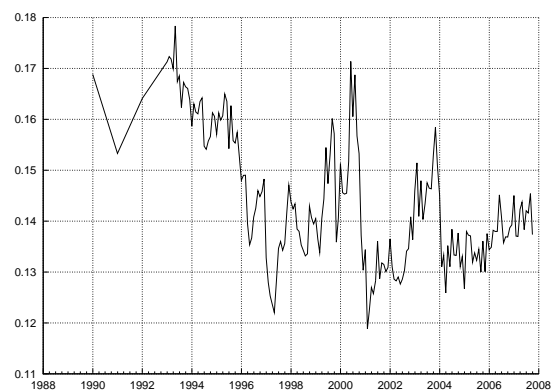
**Figur 21** Herfindahl indeks

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		med	snitt		med	snitt		med	snitt		med
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		0.22	0.15	0.08	0.17	0.14	0.08	0.15	0.15	0.08	0.29	0.16	0.09
Industri	Energi	0.24	0.18	0.12	0.08	0.16	0.11	0.13	0.15	0.11	0.35	0.21	0.15
	Materialer	0.11	0.19	0.14	0.08	0.12	0.05	0.09	0.19	0.10	0.13	0.20	0.19
	Industri	0.21	0.20	0.14	0.22	0.14	0.09	0.22	0.19	0.12	0.21	0.23	0.16
	Forbruk	0.20	0.16	0.13	0.12	0.15	0.10	0.12	0.14	0.11	0.28	0.17	0.14
	Konsument	0.06	0.14	0.09	0.05	0.12	0.07	0.05	0.12	0.09	0.07	0.16	0.10
	Helse	0.07	0.15	0.08	0.07	0.29	0.32	0.05	0.16	0.07	0.08	0.10	0.08
	Finans	0.21	0.09	0.02	0.13	0.10	0.04	0.15	0.09	0.03	0.28	0.08	0.02
	IT	0.15	0.12	0.05	0.26	0.13	0.06	0.17	0.12	0.05	0.11	0.11	0.05
	Telekom	0.33	0.29	0.18				0.15	0.14	0.15	0.41	0.37	0.30
Forsyning	0.18	0.15	0.18				0.06	0.06	0.06	0.24	0.20	0.20	
Størrelse	1 (små)	0.13	0.12	0.06	0.12	0.12	0.06	0.15	0.15	0.07	0.13	0.10	0.04
	2	0.14	0.14	0.09	0.14	0.14	0.09	0.14	0.13	0.09	0.15	0.14	0.10
	3	0.16	0.15	0.09	0.16	0.16	0.10	0.14	0.14	0.09	0.16	0.16	0.09
	4 (store)	0.23	0.17	0.09	0.14	0.13	0.06	0.15	0.15	0.08	0.30	0.20	0.14

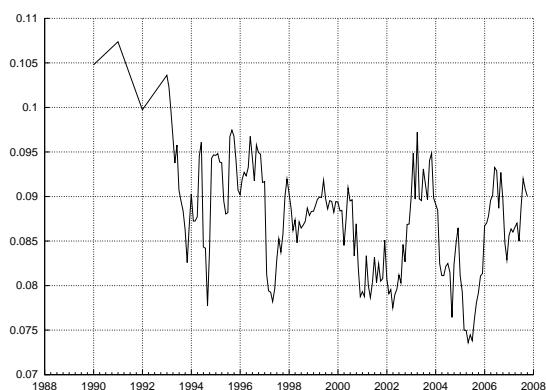
Verdiveid gjennomsnitt



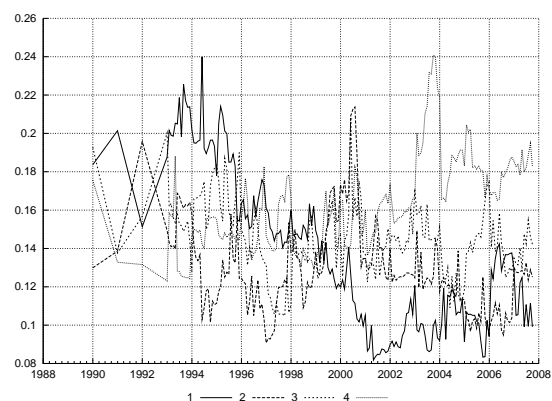
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



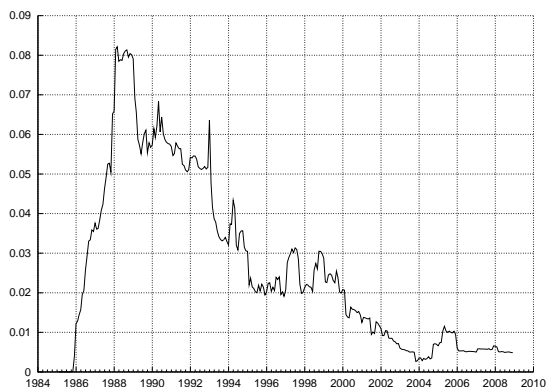
Vi beskriver *Herfindahl indeks* : Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserietviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Data er fra Verdipapirsentralen (VPS). Data fra 1989:12–2007:9.

## B.4 Innside (meldepliktige) eiere

**Figur 22** Innsideandel

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		2.7	5.9	0.1	2.8	10.8	1.5	2.4	4.8	0.1	0.8	2.7	0.0
Industri	Energi	3.1	7.1	0.1	8.9	16.1	1.9	2.5	6.7	0.1	0.3	1.3	0.0
	Materialer	0.4	2.0	0.1	0.7	3.7	0.8	0.6	2.9	0.1	0.1	0.8	0.0
	Industri	1.9	6.4	0.3	2.2	11.1	1.7	2.8	5.6	0.3	0.9	3.6	0.0
	Forbruk	5.5	7.3	0.4	12.1	14.0	1.5	4.2	7.8	0.4	0.7	2.3	0.4
	Konsument	3.1	4.4	0.1	4.0	6.3	2.5	3.8	6.0	0.1	0.7	1.2	0.0
	Helse	3.5	3.4	0.1	6.2	3.7	2.9	0.3	1.6	0.0	0.8	3.5	0.0
	Finans	4.0	5.5	0.0	7.6	8.9	1.1	2.0	2.5	0.0	2.4	3.6	0.0
	IT	3.2	7.2	0.3	5.4	12.8	5.7	2.7	3.6	0.2	2.9	3.2	0.1
	Telekom	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Forsyning	0.1	0.2	0.1				0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	
Størrelse	1 (små)	7.4	7.5	0.2	13.2	13.3	1.5	5.0	5.1	0.0	2.8	2.9	0.1
	2	6.9	7.2	0.2	15.0	15.8	5.4	4.1	4.6	0.2	2.8	2.7	0.1
	3	4.8	4.9	0.2	6.6	6.9	1.0	5.9	5.9	0.1	2.9	2.9	0.0
	4 (store)	2.2	4.4	0.0	4.3	8.6	0.8	1.8	3.9	0.1	0.6	2.1	0.0

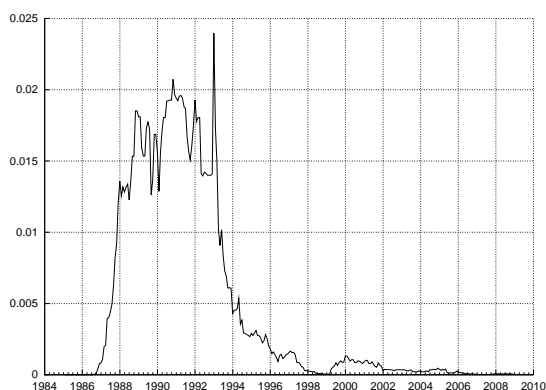
Verdiveid gjennomsnitt



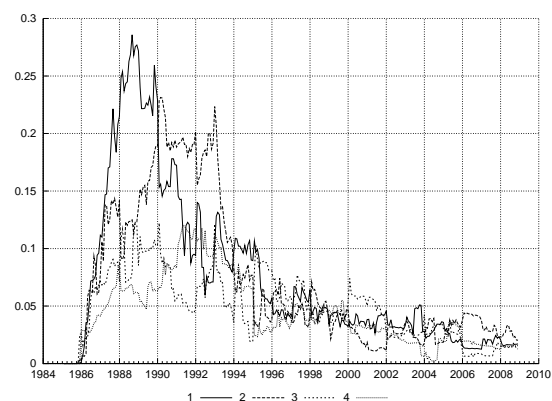
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



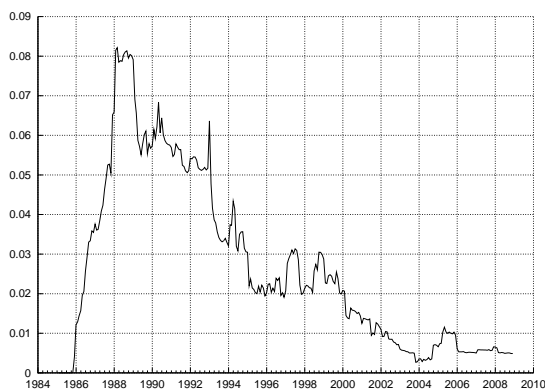
Vi beskriver *Innsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige eiere. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Innside-data er hentet fra rapporter fra meldepliktige handler på Oslo Børs. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.



**Figur 23** PrimærInnsideandel

		1989–2007			1989–1994			1995–1999			2000–2007		
		snitt		median	snitt		median	snitt		median	snitt		median
		vw	ew		vw	ew		vw	ew		vw	ew	
Alle		0.7	1.8	0.0	1.2	1.7	0.0	1.1	2.3	0.0	0.6	2.3	0.0
Industri	Energi	0.2	1.1	0.0	0.1	0.4	0.0	0.5	2.6	0.0	0.3	1.2	0.0
	Materialer	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.3	0.0
	Industri	1.1	3.1	0.0	0.7	3.6	0.0	2.1	3.1	0.0	1.0	3.7	0.0
	Forbruk	2.0	2.0	0.1	4.3	1.1	0.0	3.5	4.2	0.2	0.5	2.3	0.3
	Konsument	0.8	1.4	0.0	1.4	2.1	0.0	0.9	1.9	0.0	0.7	1.1	0.0
	Helse	0.4	1.5	0.0	0.5	0.2	0.0	0.1	1.5	0.0	0.8	3.2	0.0
	Finans	0.2	0.9	0.0	0.1	0.2	0.0	0.2	0.5	0.0	0.5	1.9	0.0
	IT	1.8	2.4	0.0	1.3	2.5	0.0	2.2	2.6	0.0	2.8	3.2	0.1
	Telekom	0.0	0.0	0.0				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Forsyning	0.0	0.2	0.0				0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	
Størrelse	1 (små)	2.0	1.8	0.0	2.3	1.7	0.0	2.8	2.0	0.0	2.3	2.5	0.0
	2	2.5	2.6	0.0	3.2	3.7	0.0	2.3	2.5	0.0	2.6	2.6	0.0
	3	2.0	2.1	0.0	0.6	0.7	0.0	3.1	3.2	0.0	3.0	3.1	0.0
	4 (store)	0.5	0.9	0.0	0.6	0.9	0.0	0.8	1.4	0.0	0.4	1.1	0.0

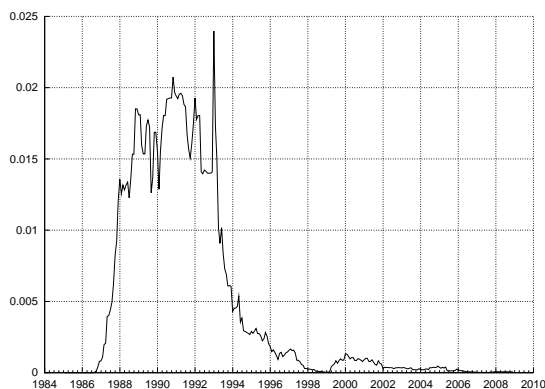
Verdiveid gjennomsnitt



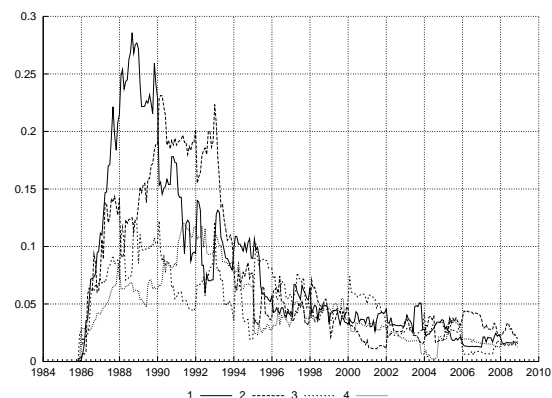
Likeveid gjennomsnitt



Median



Gjennomsnitt for fire porteføljer stratifisert på størrelse



Vi beskriver *PrimærInnsideandel* : Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret. I den øverste tabellen gir vi forskjellige deskriptive mål: Snitt, likeveid og verdiveid, og median, for hele perioden og for del-perioder. I figurene nedenfor viser vi tidsserieutviklingen til variabelen, med månedlige observasjoner for mesteparten av perioden. Vi viser likeveide(ew) og verdiveide(vw) gjennomsnitt, samt median(med) for alle selskaper på Oslo Børs på en gitt dato. I figuren nede til høyre viser vi (likeveide) gjennomsnitt for fire porteføljer gruppert etter størrelse på selskapet. Innside-data er hentet fra rapporter fra meldepliktige handler på Oslo Børs. I tabellen er tallene i prosent, figurene viser faktiske eierandeler.

## C Utfyllende “governance performance” regresjoner

I dette appendikset gir vi utfyllende informasjon til regresjonene i seksjon 3. De regresjonene vi viser kontrollerer for systematisk tidsvariasjon i lønnsomhet ved å legge til indikatorvariable for år. (Dette er en enkel metode for å korrigere for “fixed effects” i regresjoner.

**Tabell 14** Regresjoner mellom lønnsomhet og eierskapsvariable, hele perioden 1989–2007

Panel A: Største eier er offentlig

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	2.004	(0.00)	-37.410	(0.00)	-34.044	(0.00)	-0.580	(0.06)
Herfindahl indeks	-1.058	(0.00)	0.738	(0.81)	-0.102	(0.96)	0.008	(0.96)
Primærinnsideandel	2.116	(0.00)	16.077	(0.07)	20.975	(0.00)	0.274	(0.51)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-2.296	(0.01)	-11.072	(0.41)	-18.683	(0.05)	-0.235	(0.71)
Største eier: offentlig	-0.675	(0.00)	-0.739	(0.71)	1.389	(0.33)	-0.344	(0.00)
Største eier: utenlandsk	-0.128	(0.27)	-2.299	(0.18)	-0.039	(0.97)	-0.141	(0.08)
Største eier: finansiell	-0.372	(0.01)	3.747	(0.08)	2.621	(0.09)	-0.073	(0.48)
Største eier: ikkefinansielt selskap	-0.370	(0.00)	1.412	(0.37)	2.544	(0.03)	-0.181	(0.01)
ln(Selskapsstørrelse)	0.079	(0.00)	1.956	(0.00)	1.675	(0.00)	0.058	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-2.053	(0.00)	7.379	(0.00)	7.496	(0.00)	0.163	(0.09)
Produktmarked: 15 Material	-2.223	(0.00)	7.467	(0.00)	7.650	(0.00)	-0.002	(0.99)
Produktmarked: 20 Industri	-1.959	(0.00)	8.327	(0.00)	8.196	(0.00)	0.055	(0.55)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.608	(0.00)	8.900	(0.00)	9.962	(0.00)	0.012	(0.91)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.910	(0.00)	7.717	(0.00)	8.498	(0.00)	0.017	(0.89)
Produktmarked: 45 IT	-1.087	(0.00)	7.162	(0.00)	7.106	(0.00)	0.167	(0.09)
1990	-0.139	(0.40)	-1.335	(0.59)	-1.122	(0.53)	-0.627	(0.00)
1991	-0.189	(0.26)	-3.924	(0.12)	-2.836	(0.12)	-0.696	(0.00)
1992	-0.256	(0.15)	-3.199	(0.23)	-1.508	(0.43)	-0.797	(0.00)
1993	-0.019	(0.91)	-2.682	(0.29)	-2.179	(0.24)	0.468	(0.00)
1994	-0.067	(0.69)	-2.335	(0.34)	-1.718	(0.34)	-0.491	(0.00)
1995	0.096	(0.55)	-2.692	(0.26)	-1.475	(0.39)	-0.185	(0.10)
1996	0.278	(0.07)	-4.107	(0.07)	-2.946	(0.08)	-0.089	(0.41)
1997	0.491	(0.00)	-4.413	(0.05)	-4.867	(0.00)	-0.227	(0.03)
1998	0.047	(0.75)	-3.158	(0.16)	-2.265	(0.16)	-0.889	(0.00)
1999	0.220	(0.15)	-3.800	(0.10)	-3.156	(0.06)	-0.079	(0.47)
2000	0.206	(0.18)	-9.565	(0.00)	-7.577	(0.00)	-0.482	(0.00)
2001	0.124	(0.44)	-8.718	(0.00)	-7.291	(0.00)	-0.696	(0.00)
2002	-0.242	(0.15)	-5.538	(0.03)	-4.282	(0.02)	-0.782	(0.00)
2003	0.017	(0.92)	-4.346	(0.09)	-3.212	(0.09)	0.048	(0.69)
2004	0.063	(0.69)	-3.321	(0.16)	-5.953	(0.00)	-0.141	(0.21)
2005	0.168	(0.29)	-12.877	(0.00)	-7.752	(0.00)	0.125	(0.26)
2006	-0.142	(0.60)	-7.845	(0.05)	-8.849	(0.00)	-0.398	(0.04)
2007	-0.343	(0.44)	-1.232	(0.85)	-4.691	(0.33)	-0.655	(0.04)
<i>n</i>	1328		1328		1328		1328	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.31		0.09		0.12		0.26	

Panel B: Offentlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	1.030	(0.02)	-35.269	(0.00)	-32.552	(0.00)	-0.416	(0.17)
Herfindahl indeks	-0.567	(0.02)	0.794	(0.82)	1.565	(0.54)	0.303	(0.07)
Primærinnsideandel	1.753	(0.00)	15.684	(0.08)	20.713	(0.00)	0.073	(0.86)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-2.012	(0.03)	-11.178	(0.40)	-19.407	(0.05)	-0.141	(0.82)
Andel offentlige eiere	-1.744	(0.00)	-7.974	(0.10)	-6.810	(0.05)	-1.435	(0.00)
Andel utenlandske eie	-0.283	(0.26)	-4.583	(0.22)	-3.700	(0.17)	-0.873	(0.00)
Andel finansielle eiere	-1.036	(0.00)	-0.333	(0.94)	2.738	(0.41)	-0.858	(0.00)
Andel ikkefinansielle selskap	-0.941	(0.00)	2.142	(0.57)	1.772	(0.52)	-0.889	(0.00)
ln(Selskapsstørrelse)	0.099	(0.00)	2.201	(0.00)	1.963	(0.00)	0.085	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-1.256	(0.00)	1.699	(0.21)	2.094	(0.03)	0.044	(0.49)
Produktmarked: 15 Material	-1.368	(0.00)	1.599	(0.39)	2.214	(0.10)	-0.100	(0.25)
Produktmarked: 20 Industri	-1.127	(0.00)	2.547	(0.03)	2.761	(0.00)	-0.067	(0.22)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.818	(0.00)	3.142	(0.03)	4.393	(0.00)	-0.166	(0.01)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.087	(0.00)	2.247	(0.28)	2.819	(0.06)	-0.113	(0.25)
1990	-0.103	(0.54)	-1.423	(0.56)	-1.302	(0.47)	-0.623	(0.00)
1991	-0.101	(0.56)	-3.926	(0.12)	-3.065	(0.10)	-0.676	(0.00)
1992	-0.156	(0.39)	-3.141	(0.24)	-1.610	(0.41)	-0.777	(0.00)
1993	0.061	(0.72)	-2.593	(0.31)	-2.519	(0.18)	0.468	(0.00)
1994	0.006	(0.97)	-2.141	(0.39)	-1.796	(0.32)	-0.481	(0.00)
1995	0.135	(0.40)	-2.550	(0.29)	-1.586	(0.36)	-0.180	(0.11)
1996	0.347	(0.03)	-4.216	(0.07)	-3.377	(0.05)	-0.088	(0.42)
1997	0.580	(0.00)	-4.799	(0.04)	-5.592	(0.00)	-0.233	(0.03)
1998	0.135	(0.38)	-3.472	(0.13)	-2.902	(0.08)	-0.888	(0.00)
1999	0.268	(0.08)	-4.049	(0.08)	-3.617	(0.03)	-0.083	(0.44)
2000	0.269	(0.08)	-9.883	(0.00)	-8.086	(0.00)	-0.498	(0.00)
2001	0.201	(0.22)	-9.424	(0.00)	-7.955	(0.00)	-0.722	(0.00)
2002	-0.167	(0.33)	-5.926	(0.02)	-4.627	(0.01)	-0.805	(0.00)
2003	0.111	(0.52)	-5.045	(0.05)	-3.923	(0.04)	0.002	(0.99)
2004	0.110	(0.50)	-3.949	(0.10)	-6.529	(0.00)	-0.188	(0.09)
2005	0.218	(0.17)	-13.379	(0.00)	-8.231	(0.00)	0.110	(0.32)
2006	-0.187	(0.49)	-8.073	(0.05)	-8.923	(0.00)	-0.393	(0.04)
2007	-0.292	(0.52)	-2.550	(0.70)	-6.152	(0.21)	-0.723	(0.02)
<i>n</i>	1328		1328		1328		1328	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.30		0.09		0.12		0.27	

**Tabell 14** (fortsatt) Regresjoner mellom lønnsomhet og eierskapsvariable, hele perioden 1989–2007

Panel C: Direkte eid statlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	2.413	(0.00)	-40.995	(0.00)	-38.170	(0.00)	-0.446	(0.17)
Herfindahl indeks	-1.080	(0.00)	-1.594	(0.64)	-0.539	(0.83)	-0.034	(0.83)
Primærinnsideandel	2.571	(0.00)	15.116	(0.09)	19.981	(0.00)	0.310	(0.46)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-2.709	(0.00)	-9.294	(0.49)	-17.477	(0.07)	-0.246	(0.70)
Andel direkte statlig eie	-0.344	(0.32)	-0.067	(0.99)	0.297	(0.94)	-0.522	(0.03)
Andel utenlandske eie	0.707	(0.00)	-1.150	(0.71)	-0.761	(0.73)	-0.270	(0.06)
Andel finansielle eiere	-0.115	(0.69)	1.602	(0.71)	4.322	(0.17)	-0.418	(0.04)
Andel ikkefinansielle selskap	-0.039	(0.85)	6.425	(0.04)	5.525	(0.01)	-0.256	(0.08)
ln(Selskapsstørrelse)	0.032	(0.12)	2.079	(0.00)	1.866	(0.00)	0.053	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-1.997	(0.00)	6.873	(0.00)	7.052	(0.00)	0.233	(0.02)
Produktmarked: 15 Material	-2.169	(0.00)	6.500	(0.01)	6.943	(0.00)	0.035	(0.76)
Produktmarked: 20 Industri	-1.902	(0.00)	7.671	(0.00)	7.680	(0.00)	0.108	(0.25)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.521	(0.00)	8.541	(0.00)	9.554	(0.00)	0.048	(0.63)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.846	(0.00)	7.392	(0.00)	7.758	(0.00)	0.058	(0.64)
Produktmarked: 45 IT	-1.052	(0.00)	7.033	(0.00)	6.762	(0.00)	0.226	(0.02)
1990	-0.114	(0.49)	-1.391	(0.57)	-1.270	(0.48)	-0.623	(0.00)
1991	-0.165	(0.33)	-3.906	(0.13)	-3.028	(0.10)	-0.699	(0.00)
1992	-0.269	(0.13)	-3.216	(0.23)	-1.653	(0.39)	-0.824	(0.00)
1993	0.036	(0.83)	-2.454	(0.34)	-2.380	(0.20)	0.465	(0.00)
1994	-0.039	(0.81)	-2.122	(0.39)	-1.764	(0.33)	-0.500	(0.00)
1995	0.124	(0.44)	-2.524	(0.29)	-1.559	(0.37)	-0.184	(0.11)
1996	0.349	(0.02)	-4.064	(0.08)	-3.237	(0.06)	-0.077	(0.49)
1997	0.591	(0.00)	-4.574	(0.04)	-5.385	(0.00)	-0.213	(0.05)
1998	0.131	(0.38)	-3.252	(0.15)	-2.697	(0.10)	-0.872	(0.00)
1999	0.285	(0.07)	-4.024	(0.08)	-3.598	(0.03)	-0.077	(0.48)
2000	0.287	(0.06)	-9.729	(0.00)	-7.946	(0.00)	-0.483	(0.00)
2001	0.200	(0.22)	-9.270	(0.00)	-7.810	(0.00)	-0.712	(0.00)
2002	-0.206	(0.22)	-5.847	(0.02)	-4.541	(0.01)	-0.816	(0.00)
2003	0.065	(0.71)	-4.609	(0.07)	-3.507	(0.06)	0.019	(0.88)
2004	0.096	(0.55)	-3.638	(0.13)	-6.235	(0.00)	-0.172	(0.13)
2005	0.216	(0.17)	-13.215	(0.00)	-8.077	(0.00)	0.120	(0.29)
2006	-0.091	(0.74)	-8.675	(0.03)	-9.495	(0.00)	-0.423	(0.03)
2007	-0.150	(0.74)	-2.118	(0.75)	-5.782	(0.23)	-0.648	(0.04)
<i>n</i>	1327		1327		1327		1327	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.31		0.09		0.13		0.25	

Hver tabell viser resultatet av flere regresjonsanalyser. En regresjon er beskrevet i to kolonner, med den avhengige variabelen gitt på toppen av kolonene. Den første kolonnen er koeffisientestimer (coeff). I den andre kolonnen oppgis p-verdien av den estimerte koeffisienten. Hvilken forklaringsvariabel som er brukt er oppgitt i første kolonne. *Volatilitet*: Standardavviket til aksjens avkastning, målt over ett års daglige avkastninger, *Herfindahl indeks*: Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *PrimærInnsideandel*: Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret, *ln(Selskapsstørrelse)*: Logaritmen til den total markedsverdien av selskapets aksjerog *Statlig (direkte) eierandel*: Andel av selskapet eid direkte av staten. Variablene merket med *Produktmarked: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet.

**Tabell 15** Regresjoner mellom lønnsomhet og eierskapsvariable, delperiode 1989–1997

Panel A: Største eier er offentlig

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	1.859	(0.00)	-45.679	(0.00)	-44.901	(0.00)	-0.173	(0.71)
Herfindahl indeks	-0.767	(0.00)	-0.621	(0.85)	0.367	(0.89)	-0.023	(0.91)
Primærinnsideandel	2.321	(0.00)	40.697	(0.00)	31.989	(0.00)	0.837	(0.24)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-2.884	(0.00)	-31.111	(0.03)	-26.145	(0.02)	-1.003	(0.24)
Største eier: offentlig	-0.623	(0.00)	2.285	(0.31)	1.751	(0.33)	-0.283	(0.04)
Største eier: utenlandsk	-0.250	(0.04)	3.984	(0.03)	2.571	(0.09)	-0.079	(0.48)
Største eier: finansiell	-0.422	(0.01)	5.868	(0.01)	3.721	(0.05)	-0.143	(0.31)
Største eier: ikkefinansielt selskap	-0.475	(0.00)	5.862	(0.00)	4.368	(0.00)	-0.191	(0.06)
ln(Selskapsstørrelse)	0.062	(0.00)	2.173	(0.00)	2.022	(0.00)	0.035	(0.07)
Produktmarked: 10 Energi	-1.395	(0.00)	5.284	(0.07)	7.938	(0.00)	0.200	(0.26)
Produktmarked: 15 Material	-1.632	(0.00)	6.630	(0.03)	9.014	(0.00)	0.048	(0.80)
Produktmarked: 20 Industri	-1.440	(0.00)	8.143	(0.00)	10.567	(0.00)	0.073	(0.67)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.132	(0.00)	8.530	(0.00)	11.504	(0.00)	0.133	(0.46)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.291	(0.00)	7.524	(0.03)	10.978	(0.00)	0.004	(0.98)
Produktmarked: 45 IT	-0.819	(0.00)	10.736	(0.00)	12.167	(0.00)	0.295	(0.12)
1990	-0.136	(0.28)	-1.338	(0.48)	-1.075	(0.49)	-0.625	(0.00)
1991	-0.197	(0.13)	-3.594	(0.07)	-2.520	(0.12)	-0.692	(0.00)
1992	-0.268	(0.05)	-2.998	(0.15)	-1.142	(0.50)	-0.805	(0.00)
1993	-0.010	(0.94)	-2.722	(0.17)	-2.123	(0.19)	0.466	(0.00)
1994	-0.042	(0.74)	-2.925	(0.13)	-1.929	(0.22)	-0.504	(0.00)
1995	0.104	(0.40)	-3.243	(0.09)	-1.773	(0.25)	-0.198	(0.08)
1996	0.298	(0.01)	-4.475	(0.01)	-3.185	(0.03)	-0.096	(0.38)
1997	0.524	(0.00)	-4.955	(0.01)	-5.230	(0.00)	-0.233	(0.03)
n	644		644		644		644	
R <sup>2</sup>	0.34		0.11		0.15		0.25	

Panel B: Offentlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	1.320	(0.00)	-36.116	(0.00)	-35.211	(0.00)	0.377	(0.37)
Herfindahl indeks	-0.569	(0.02)	1.959	(0.60)	3.727	(0.22)	0.181	(0.42)
Primærinnsideandel	1.998	(0.01)	34.551	(0.00)	29.919	(0.00)	0.590	(0.40)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-2.706	(0.00)	-26.524	(0.06)	-25.143	(0.03)	-0.894	(0.29)
Andel offentlige eiere	-1.468	(0.00)	-6.264	(0.25)	-6.318	(0.15)	-0.986	(0.00)
Andel utenlandske eie	-0.929	(0.00)	0.686	(0.87)	1.355	(0.69)	-0.672	(0.01)
Andel finansielle eiere	-1.631	(0.00)	11.366	(0.03)	12.357	(0.00)	-0.651	(0.04)
Andel ikkefinansielle selskap	-1.356	(0.00)	6.389	(0.12)	5.780	(0.08)	-0.794	(0.00)
ln(Selskapsstørrelse)	0.091	(0.00)	2.120	(0.00)	1.943	(0.00)	0.043	(0.04)
Produktmarked: 10 Energi	-0.778	(0.00)	-2.589	(0.12)	-1.107	(0.41)	-0.025	(0.80)
Produktmarked: 15 Material	-1.008	(0.00)	-1.232	(0.53)	0.069	(0.97)	-0.186	(0.12)
Produktmarked: 20 Industri	-0.813	(0.00)	0.027	(0.99)	1.302	(0.28)	-0.163	(0.07)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.589	(0.00)	0.463	(0.79)	2.413	(0.09)	-0.164	(0.12)
Produktmarked: 30 Konsum	-0.671	(0.00)	-0.478	(0.85)	1.680	(0.41)	-0.227	(0.13)
1990	-0.113	(0.36)	-1.576	(0.41)	-1.328	(0.39)	-0.624	(0.00)
1991	-0.134	(0.30)	-4.138	(0.04)	-3.064	(0.06)	-0.686	(0.00)
1992	-0.209	(0.12)	-3.347	(0.11)	-1.529	(0.37)	-0.806	(0.00)
1993	0.031	(0.81)	-3.211	(0.11)	-2.713	(0.10)	0.454	(0.00)
1994	-0.012	(0.93)	-2.873	(0.15)	-2.032	(0.21)	-0.505	(0.00)
1995	0.125	(0.31)	-3.316	(0.08)	-1.923	(0.22)	-0.195	(0.09)
1996	0.341	(0.00)	-4.934	(0.01)	-3.703	(0.01)	-0.095	(0.40)
1997	0.588	(0.00)	-5.843	(0.00)	-6.156	(0.00)	-0.235	(0.03)
n	644		644		644		644	
R <sup>2</sup>	0.34		0.10		0.14		0.25	

**Tabell 15** (fortsatt)

Panel C: Direkte eid statlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	2.070	(0.00)	-46.338	(0.00)	-47.177	(0.00)	-0.015	(0.97)
Herfindahl indeks	-0.877	(0.00)	0.454	(0.90)	2.599	(0.37)	-0.097	(0.66)
Primærinnsideandel	2.786	(0.00)	34.894	(0.00)	29.363	(0.00)	0.987	(0.16)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-3.302	(0.00)	-25.838	(0.07)	-23.764	(0.04)	-1.114	(0.19)
Andel direkte statlig eie	-0.663	(0.09)	-1.967	(0.74)	-3.808	(0.43)	-0.113	(0.76)
Andel utenlandske eie	-0.215	(0.35)	1.975	(0.58)	1.923	(0.50)	-0.239	(0.27)
Andel finansielle eiere	-0.981	(0.00)	11.796	(0.02)	11.973	(0.00)	-0.303	(0.30)
Andel ikkefinansielle selskap	-0.685	(0.00)	8.410	(0.01)	7.133	(0.01)	-0.320	(0.12)
ln(Selskapsstørrelse)	0.049	(0.03)	2.202	(0.00)	2.079	(0.00)	0.029	(0.15)
Produktmarked: 10 Energi	-1.234	(0.00)	4.727	(0.12)	7.395	(0.00)	0.286	(0.12)
Produktmarked: 15 Material	-1.514	(0.00)	5.775	(0.07)	8.253	(0.00)	0.085	(0.66)
Produktmarked: 20 Industri	-1.274	(0.00)	7.458	(0.01)	9.976	(0.00)	0.149	(0.41)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.011	(0.00)	7.948	(0.01)	11.052	(0.00)	0.178	(0.33)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.198	(0.00)	6.313	(0.07)	9.645	(0.00)	0.030	(0.89)
Produktmarked: 45 IT	-0.607	(0.00)	9.366	(0.00)	10.821	(0.00)	0.401	(0.04)
1990	-0.121	(0.34)	-1.580	(0.41)	-1.316	(0.39)	-0.629	(0.00)
1991	-0.184	(0.16)	-4.128	(0.04)	-3.017	(0.06)	-0.706	(0.00)
1992	-0.298	(0.03)	-3.449	(0.10)	-1.561	(0.36)	-0.846	(0.00)
1993	0.003	(0.98)	-3.265	(0.11)	-2.770	(0.09)	0.442	(0.00)
1994	-0.057	(0.66)	-3.041	(0.12)	-2.188	(0.17)	-0.534	(0.00)
1995	0.105	(0.40)	-3.528	(0.06)	-2.137	(0.16)	-0.218	(0.06)
1996	0.334	(0.01)	-5.041	(0.01)	-3.814	(0.01)	-0.105	(0.35)
1997	0.583	(0.00)	-5.884	(0.00)	-6.199	(0.00)	-0.239	(0.03)
n	643		643		643		643	
R <sup>2</sup>	0.34		0.12		0.16		0.25	

Hver tabell viser resultatet av flere regresjonsanalyser. En regresjon er beskrevet i to kolonner, med den avhengige variabelen gitt på toppen av kolonene. Den første kolonnen er koeffisientestimater (coeff). I den andre kolonnen oppgis p-verdien av den estimerte koeffisienten. Hvilken forklaringsvariabel som er brukt er oppgitt i første kolonne. *Volatilitet*: Standardavviket til aksjens avkastning, målt over ett års daglige avkastninger, *Herfindahl indeks*: Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *PrimærInnsideandel*: Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret, *ln(Selskapsstørrelse)*: Logaritmen til den total markedsverdien av selskapets aksjerog *Statlig (direkte) eierandel*: Andel av selskapet eid direkte av staten. Variablene merket med *Produktmarket: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet.

**Tabell 16** Regresjoner mellom lønnsomhet og eierskapsvariable, delperiode 1998–2007

Panel A: Største eier er offentlig

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	1.437	(0.05)	-32.430	(0.00)	-27.060	(0.00)	-2.097	(0.00)
Herfindahl indeks	-1.284	(0.00)	0.564	(0.91)	-1.257	(0.73)	-0.114	(0.59)
Primærinnsideandel	1.312	(0.19)	10.046	(0.50)	20.611	(0.05)	-0.289	(0.64)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-0.531	(0.79)	-5.189	(0.86)	-21.992	(0.27)	0.928	(0.43)
Største eier: offentlig	-0.803	(0.00)	-3.422	(0.31)	1.695	(0.46)	-0.394	(0.00)
Største eier: utenlandsk	-0.040	(0.85)	-8.432	(0.01)	-2.314	(0.27)	-0.171	(0.17)
Største eier: finansiell	-0.312	(0.22)	1.981	(0.60)	1.810	(0.49)	0.052	(0.74)
Største eier: ikkefinansielt selskap	-0.287	(0.14)	-2.814	(0.32)	1.290	(0.51)	-0.133	(0.25)
ln(Selskapsstørrelse)	0.119	(0.00)	1.725	(0.00)	1.303	(0.00)	0.091	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-2.425	(0.00)	9.883	(0.00)	8.910	(0.00)	0.121	(0.32)
Produktmarked: 15 Material	-2.706	(0.00)	11.145	(0.01)	10.071	(0.00)	-0.037	(0.83)
Produktmarked: 20 Industri	-2.173	(0.00)	8.683	(0.00)	7.457	(0.00)	0.051	(0.65)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.803	(0.00)	9.438	(0.00)	10.149	(0.00)	-0.103	(0.40)
Produktmarked: 30 Konsum	-2.234	(0.00)	7.011	(0.07)	7.239	(0.01)	-0.000	(1.00)
Produktmarked: 45 IT	-1.171	(0.00)	5.741	(0.05)	5.171	(0.01)	0.097	(0.42)
1999	0.158	(0.32)	-0.225	(0.92)	-0.650	(0.69)	0.800	(0.00)
2000	0.150	(0.35)	-6.072	(0.01)	-5.132	(0.00)	0.401	(0.00)
2001	0.058	(0.73)	-4.997	(0.05)	-4.769	(0.01)	0.191	(0.06)
2002	-0.287	(0.12)	-2.138	(0.43)	-1.961	(0.29)	0.110	(0.32)
2003	-0.045	(0.81)	-0.849	(0.76)	-0.792	(0.68)	0.920	(0.00)
2004	0.019	(0.91)	0.094	(0.97)	-3.673	(0.03)	0.744	(0.00)
2005	0.075	(0.65)	-8.948	(0.00)	-4.981	(0.00)	0.988	(0.00)
2006	-0.175	(0.57)	-3.311	(0.47)	-5.725	(0.07)	0.499	(0.01)
2007	-0.356	(0.49)	1.653	(0.83)	-2.490	(0.64)	0.167	(0.59)
<i>n</i>	684		684		684		684	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.31		0.10		0.12		0.28	

Panel B: Offentlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	0.382	(0.63)	-33.687	(0.00)	-29.024	(0.00)	-2.338	(0.00)
Herfindahl indeks	-0.299	(0.48)	-4.081	(0.52)	-3.236	(0.46)	0.254	(0.31)
Primærinnsideandel	0.823	(0.42)	8.934	(0.55)	19.656	(0.06)	-0.606	(0.31)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-0.158	(0.94)	-3.999	(0.89)	-20.240	(0.31)	1.345	(0.25)
Andel offentlige eiere	-2.149	(0.00)	-6.658	(0.41)	-5.391	(0.34)	-1.965	(0.00)
Andel utenlandske eie	0.283	(0.51)	-7.821	(0.21)	-7.729	(0.07)	-1.115	(0.00)
Andel finansielle eiere	-0.438	(0.40)	-10.810	(0.16)	-6.445	(0.22)	-1.094	(0.00)
Andel ikkefinansielle selskap	-0.586	(0.18)	0.136	(0.98)	-1.095	(0.81)	-0.978	(0.00)
ln(Selskapsstørrelse)	0.128	(0.00)	2.099	(0.00)	1.813	(0.00)	0.143	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-1.621	(0.00)	5.078	(0.02)	4.962	(0.00)	0.052	(0.54)
Produktmarked: 15 Material	-1.883	(0.00)	4.239	(0.24)	5.122	(0.04)	-0.098	(0.50)
Produktmarked: 20 Industri	-1.318	(0.00)	3.888	(0.04)	3.632	(0.00)	-0.009	(0.90)
Produktmarked: 25 Forbruk	-0.979	(0.00)	4.766	(0.03)	5.965	(0.00)	-0.224	(0.01)
Produktmarked: 30 Konsum	-1.386	(0.00)	3.574	(0.28)	3.411	(0.13)	-0.087	(0.50)
1999	0.119	(0.46)	-0.468	(0.84)	-0.604	(0.71)	0.785	(0.00)
2000	0.146	(0.36)	-6.551	(0.01)	-5.304	(0.00)	0.376	(0.00)
2001	0.067	(0.69)	-6.129	(0.02)	-5.176	(0.00)	0.151	(0.13)
2002	-0.276	(0.13)	-2.884	(0.29)	-2.067	(0.27)	0.083	(0.44)
2003	-0.006	(0.97)	-1.931	(0.49)	-1.282	(0.50)	0.864	(0.00)
2004	-0.006	(0.97)	-0.907	(0.72)	-3.978	(0.02)	0.682	(0.00)
2005	0.048	(0.78)	-10.155	(0.00)	-5.391	(0.00)	0.955	(0.00)
2006	-0.336	(0.28)	-4.280	(0.36)	-5.689	(0.08)	0.472	(0.01)
2007	-0.382	(0.47)	0.204	(0.98)	-3.585	(0.50)	0.041	(0.89)
<i>n</i>	684		684		684		684	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.30		0.08		0.11		0.30	

**Tabell 16** (fortsatt)

Panel C: Direkte eid statlig eierandel

Variable	Q		RoA		MA <sub>1</sub> (RoA)		eSret	
	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue	coeff	pvalue
constant	2.091	(0.01)	-36.553	(0.00)	-31.260	(0.00)	-2.065	(0.00)
Herfindahl indeks	-1.062	(0.01)	-6.333	(0.30)	-5.401	(0.20)	-0.126	(0.61)
Primærinnsideandel	1.839	(0.07)	7.450	(0.62)	18.362	(0.08)	-0.285	(0.64)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-1.406	(0.47)	-1.976	(0.95)	-18.406	(0.36)	0.907	(0.44)
Andel direkte statlig eie	-0.150	(0.79)	2.745	(0.74)	3.669	(0.52)	-0.934	(0.01)
Andel utenlandske eie	1.536	(0.00)	-3.669	(0.47)	-3.937	(0.25)	-0.308	(0.13)
Andel finansielle eiere	0.708	(0.14)	-8.331	(0.25)	-4.075	(0.41)	-0.525	(0.07)
Andel ikkefinansielle selskap	0.579	(0.11)	5.206	(0.33)	3.525	(0.34)	-0.148	(0.50)
ln(Selskapsstørrelse)	0.036	(0.32)	1.868	(0.00)	1.596	(0.00)	0.093	(0.00)
Produktmarked: 10 Energi	-2.371	(0.00)	9.323	(0.00)	8.568	(0.00)	0.195	(0.10)
Produktmarked: 15 Material	-2.666	(0.00)	8.430	(0.04)	8.732	(0.00)	-0.019	(0.91)
Produktmarked: 20 Industri	-2.127	(0.00)	7.953	(0.00)	7.086	(0.00)	0.087	(0.44)
Produktmarked: 25 Forbruk	-1.692	(0.00)	9.182	(0.00)	9.749	(0.00)	-0.074	(0.54)
Produktmarked: 30 Konsum	-2.111	(0.00)	8.040	(0.04)	7.247	(0.01)	0.056	(0.72)
Produktmarked: 45 IT	-1.138	(0.00)	6.047	(0.04)	5.186	(0.01)	0.130	(0.28)
1999	0.147	(0.35)	-0.610	(0.80)	-0.724	(0.66)	0.781	(0.00)
2000	0.174	(0.27)	-6.562	(0.01)	-5.302	(0.00)	0.378	(0.00)
2001	0.073	(0.67)	-6.174	(0.01)	-5.211	(0.00)	0.145	(0.16)
2002	-0.312	(0.09)	-3.009	(0.27)	-2.166	(0.25)	0.047	(0.67)
2003	-0.043	(0.82)	-1.705	(0.54)	-1.075	(0.57)	0.861	(0.00)
2004	-0.011	(0.95)	-0.787	(0.76)	-3.859	(0.03)	0.678	(0.00)
2005	0.060	(0.72)	-10.164	(0.00)	-5.388	(0.00)	0.949	(0.00)
2006	-0.213	(0.49)	-4.947	(0.29)	-6.218	(0.05)	0.419	(0.03)
2007	-0.198	(0.70)	0.489	(0.95)	-3.294	(0.54)	0.114	(0.72)
n	684		684		684		684	
R <sup>2</sup>	0.32		0.09		0.12		0.27	

Hver tabell viser resultatet av flere regresjonsanalyser. En regresjon er beskrevet i to kolonner, med den avhengige variabelen gitt på toppen av kolonene. Den første kolonnen er koeffisientestimater (coeff). I den andre kolonnen oppgis p-verdien av den estimerte koeffisienten. Hvilken forklaringsvariabel som er brukt er oppgitt i første kolonne. *Volatilitet*: Standardavviket til aksjens avkastning, målt over ett års daglige avkastninger, *Herfindahl indeks*: Mål på eierkonsentrasjon, sum av kvadrerte eierandeler, *PrimærInnsideandel*: Andel av selskapet eid av meldepliktige medlemmer i ledelsen og styret, *ln(Selskapsstørrelse)*: Logaritmen til den total markedsverdien av selskapets aksjerog *Statlig (direkte) eierandel*: Andel av selskapet eid direkte av staten. Variablene merket med *Produktmarket: <marked>* er indikatorvariable som er en hvis selskapet opererer i det gitte produktmarkedet.



## Referanser

- Marco Becht, Patrick Bolton, and Ailsa Roell. Corporate governance and control. In George M Constantinides, Milton Harris, and René M Stulz, editors, *Handbook of the Economics of Finance*, volume 21 of *Handbooks in Economics*, chapter 1, pages 1–109. Elsevier, Amsterdam, 2003.
- Adolf A Berle and Gardiner C Means. *The Modern Corporation & Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc, 1932. Reprinted 1991 by Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey, USA.
- Øyvind Bøhren and Bernt Arne Ødegaard. Corporate governance and economic performance: A closer look. Working paper, Norwegian School of Management, November 2001a.
- Øyvind Bøhren and Bernt Arne Ødegaard. Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms. Research Report Nr 11/2001, Norwegian School of Management, November 2001b.
- Øyvind Bøhren and Bernt Arne Ødegaard. The ownership structure of Norwegian firms: Characteristics of an outlier. Research Report Nr 13/2000, Norwegian School of Management, September 2000.
- Øyvind Bøhren and Bernt Arne Ødegaard. Patterns of corporate ownership: Insights from a unique data set. *Nordic Journal of Political Economy*, pages 57–88, 2001c.
- Øyvind Bøhren and Bernt Arne Ødegaard. Governance and performance revisited. In Paul Ali and Greg Grogouriu, editors, *International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley*, pages 27–64. Wiley, February 2006.
- John C. Coffee Jr. Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control. 2001.
- Harold Demsetz. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26:375–390, 1983.
- Harold Demsetz and Kenneth Lehn. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93:1155–77, 1985.
- Klaus Gugler. *Corporate governance and economic performance*. Oxford University Press, Oxford, 2001.
- Michael C Jensen. Risk, the pricing of capital assets, and the evaluation of investment portfolios. *Journal of Finance*, 24(5):959–960, December 1969.
- Michael C Jensen and William H Meckling. Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency costs and Ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3:305–360, October 1976.
- Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez de Silanes, and Andrei Shleifer. Tunnelling. *American Economic Review*, 90:22–27, May 2000.
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3):1131–1150, July 1997.
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106:1113–1155, 1998.
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de Silanes, and Andrei Shleifer. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2):471–518, April 1999.
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-de Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2):3–28, October/November 2000.
- Erik Lehmann and Jürgen Weigand. Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany. *European Finance Review*, 4:157–195, 2000.
- David A Lesmond, Joseph P Ogden, and Charles A Trzcinka. A new estimate of transaction costs. *Review of Financial Studies*, 12:1113–1141, 1999.
- John J McConnell and Henri Servaes. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27:595–612, 1990.
- Randall Morck, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20:293–315, 1988.
- Randall Morck, Daniel Wolfenzon, and Bernard Yeung. Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, XLII:655–720, September 2005.

- Randi Næs, Johannes Skjeltorp, and Bernt Arne Ødegaard. What factors affect the Oslo Stock Exchange? Working Paper, Norges Bank and Norwegian School of Management BI, May 2008a.
- Randi Næs, Johannes Skjeltorp, and Bernt Arne Ødegaard. Liquidity at the Oslo Stock Exchange. Working Paper Series, Norges Bank, ANO 2008/9, May 2008b.
- Randi Næs, Johannes Skjeltorp, and Bernt Arne Ødegaard. Bransjesammensetningen av Oslo Børs. *Praktisk Økonomi og Finans*, (4):65–73, 2008c.
- NOU 2003:34. Mellom stat og marked, 2003. Norges Offentlige Utredninger.
- NOU 2004:7. Statens forretningsmessige eierskap, March 2004. Norges Offentlige Utredninger.
- Bernt Arne Ødegaard. The diversification cost of large, concentrated equity stakes. How big is it? Is it justified? *Finance Research Letters*, 6(2):56–72, June 2009a.
- Bernt Arne Ødegaard. Hva koster det å handle aksjer på Oslo Børs? *Praktisk Økonomi og Finans*, (1), 2009b. forthcoming.
- Bernt Arne Ødegaard. Empirics of the Oslo Stock Exchange: Basic, descriptive, results. Working paper, University of Stavanger, January 2009c.
- Regjeringens eierpolitikk, 2008.
- Richard Roll. A possible explanation of the firm size effect. *Journal of Finance*, 38:879–88, 1982.
- Andrei Shleifer and Robert W Vishny. A survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2):737–783, June 1997.
- Adam Smith. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. 1776.
- Statens eierberetning, 2007.
- Statskonsult rapport 1998:21. I godt selskap? Statlig eierstyring i teori og praksis, 1998.
- St.meld.nr 12. Et aktivt og langsiktig eierskap. Stortingsmelding, Nærings og Handelsdepartementet, December (2006-2007).
- St.meld.nr 22 (2001-2002). Et mindre og bedre statlig eierskap, December 2001-2002.
- Jean Tirole. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2006.
- Bernt Arne Ødegaard. Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership or liquidity? *Journal of Banking and Finance*, 31:3621–3645, 2007. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.bankfin.2007.01.013>.
- Bernt Arne Ødegaard. Empirics of the Oslo Stock Exchange: Basic, descriptive, results. Working Paper, University of Stavanger, January 2009.