



NHH

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2009

Staten som eier og kapitalforvalter

- Hvordan Norge bør forvalte og organisere eierskapet

Av Stian Pedersen

Veileder: Professor Victor D. Norman

Masterutredning i Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Statlig eierskap er et aktuelt tema, både internasjonalt og i Norge. Formålet med denne oppgaven er å vurdere organiseringen og forvaltningen av Norges statlige eierskap. Det gjør jeg ved å vurdere sammenlignbare fond, se på kapitalforvaltningsteori og diskutere betydningen av eierskap.

Norge har et omfattende statlig eierskap, og forvalter finansielle verdier for omtrent 2 875 milliarder kroner. Sammenlignet med andre fond har vi en høy andel strategiske investeringer, men en lavere andel alternative investeringer.

Den lave andelen alternative investeringer forklares ved at Norge er svært eksponert mot råvarer. Andelen strategiske investeringer har derimot kostnader i form av høyere risiko og lavere avkastning som følge av statlig eier. Samtidig kan forvaltningen forbedres ved å innføre en aktiva/forpliktelser modell i pensjonsfondet.

For å bli en bedre eier bør Norge sette klarere mål for eierskapet, vurdere å opprette et eget selskap som forvalter de strategiske investeringene og bruke styringsmekanismer for å disiplinere ledelsen.

Forord

Bakgrunnen for denne oppgaven var en interesse for temaene kapitalforvaltning, eierskap og politikk. I utgangspunktet var tanken å studere om staten var en god eller dårlig eier. Mange studier har allerede sett på denne problemstillingen, og de fleste konkluderer med at staten i de fleste tilfeller er en dårlig eier av bedrifter. I Norge har staten eierskapet til naturressursene og sitter med velferdsforpliktelsene. Vi har dermed blitt kapitalist by default, og en mer interessant problemstilling er hvordan Norge, på tross av utfordringene med en statlig eier, kan forvalte formuen på en god måte.

Å foreslå en optimal portefølje og organisering for det statlige eierskapet i Norge er en ambisiøs oppgave, særlig med tanke på at ledende ekspertise på området har utformet strategien og organiseringen vi følger i dag. Oppgaven har likevel et viktig bidrag; for første gang sees hele formuen i sammenheng og en oversikt over relevante problemstillinger tas opp. Det gir et grunnlag for beslutninger vi må ta rundt fremtidig organisering og sammensetning av det statlige eierskapet.

Arbeidet med denne oppgaven har gitt meg god innsikt i eierskap og kapitalforvaltning, og hvilke utfordringer staten står ovenfor som eier. Jeg har ikke beregnet en optimal portefølje, men ved å gi oversikt over måten vi har forvaltet eierskapet på, gir jeg forslag til videre studier.

Til slutt vil jeg rette en stor takk til min veileder, professor Victor D. Norman, for gode diskusjoner og hjelp til å komme på rett vei.

Bergen, 16. juni 2009.

Stian Pedersen

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD.....	3
OVERSIKT OVER TABELLER OG FIGURER	7
1. INNLEDNING.....	8
2. OVERSIKT OVER STATENS EIERSKAP.....	11
2.1 MOTIVER FOR STATLIG EIERSKAP	11
2.2 HVOR MYE EIER DEN NORSKE STAT?.....	12
2.3 ORGANISERING AV EIERSKAPET.....	13
2.3.1 <i>Statens pensjonsfond utland</i>	13
2.3.2 <i>Statens pensjonsfond Norge</i>	14
2.3.3 <i>Direkte investeringer</i>	14
2.3.4 <i>Private equity</i>	16
2.3.5 <i>Realaktiva</i>	16
2.3.6 <i>Ulike fond</i>	16
2.4 PORTEFØLJENS SAMMENSETNING	17
2.4.1 <i>Utviklingen i finansporteføljens sammensetning</i>	17
2.5 STATLIG EIERSKAP I ANDRE LAND.....	19
3. INVESTERINGSSTRATEGIER I STORE FOND	20
3.1 STATLIGE FOND	20
3.2 STORE PENSJONSFOND	21
3.3 UNIVERSITETSFOND.....	23
4. OPTIMAL SAMMENSETNING AV PORTEFØLJEN.....	25
4.1 STRATEGISK ALLOKERING	25
4.1.1 <i>Valg av strategisk allokering</i>	25

4.1.3	<i>Risiko og forventet avkastning til ulike aktivaklasser</i>	28
4.1.4	<i>Internasjonal allokering</i>	31
4.1.5	<i>Tidshorizonten</i>	32
4.1.6	<i>Relevant risiko</i>	33
4.1.7	<i>Forvaltning med tanke på forpliktelser</i>	34
4.2	AKTIV FORVALTNING; TAKTISK ALLOKERING OG SELEKSJON	36
4.2.1	<i>Aktive forvaltningsstrategier</i>	37
4.2.2	<i>Er det lønnsomt?</i>	38
4.3	FORVALTNINGEN AV NORGES FINANSFORMUE	39
4.3.1	<i>Formålet med kapitalforvaltningen</i>	39
4.3.2	<i>Risikonivå</i>	41
4.3.3	<i>Statens pensjonsfond</i>	43
4.3.4	<i>Direkte investeringer</i>	44
4.3.5	<i>Private equity</i>	46
4.3.6	<i>Alternative investeringer</i>	46
4.3.7	<i>Aktiv forvaltning</i>	48
4.3.8	<i>Oppsummering og forslag til forbedringer</i>	48
5.	ORGANISERING AV DET STATLIGE EIERSKAPET	49
5.1	HVA BETYR EIERSKAP?	49
5.2	HVORFOR BETYR EIERSKAP NOE?	50
5.3	HVORDAN KAN ORGANISERINGEN GI BEDRE EIERSKAP?	52
5.4	NORGES ORGANISERING AV EIERSKAPET	53
5.4.1	<i>Interessekonflikt mellom eierne</i>	54
5.4.2	<i>Disiplinering av ledelsen</i>	57

5.4.3	<i>Eierkompetanse</i>	61
5.4.4	<i>Organisering av direkte investeringer i et holdingselskap</i>	63
5.4.5	<i>Oppsummering og forslag til forbedringer</i>	65
6.	KONKLUSJON	67
7.	FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING	69
8.	LITTERATUR	70
8.1	BØKER	70
8.2	ARTIKLER	70
8.3	INTERNETTKILDER	73
8.4	OFFENTLIGE DOKUMENTER.....	75
8.5	RAPPORTER.....	76
	VEDLEGG 1: OVERSIKT OVER STATLIG EIERSKAP I NORGE	81
	VEDLEGG 2: STRATEGISK ALLOKERING	86
	VEDLEGG 3: AVKASTNING DIREKTE INVESTERINGER	89

Oversikt over tabeller og figurer

Tabeller

Tabell 2.1: Statens eiendeler og forpliktelser.....	12
Tabell 2.2: Gjennomsnittlig avkastning på ulike deler av finansporteføljen.....	19
Tabell 4.1: Forpliktelser i folketrygden.....	43
Tabell 4.2: Statens andel av petroleumsformuen.....	47
Tabell 5.1: Kapitalstruktur per 31.12.08.....	60

Figurer

Figur 2.1: Antall selskaper og markedsverdi per kategori.....	15
Figur 2.2: Markedsverdi og antall selskaper fordelt på departement.....	15
Figur 2.3: Strategisk allokering i statens totale finansportefølje.....	18
Figur 3.1: Strategisk allokering i Alaska Permanent Fund.....	21
Figur 3.2: Allokering i ABP.....	22
Figur 3.3: Allokering i GPI.....	22
Figur 3.4: Allokering i Calpers.....	23
Figur 3.5: Allokering i SPU.....	23
Figur 3.6: Allokering i SPN.....	23
Figur 3.7: Allokering i SPN+SPU.....	23
Figur 3.8: Allokering i Yale Endowment.....	24
Figur 3.9: Allokering i Harvard Endowment.....	24
Figur 4.1: Effisient porteføljeffront.....	26
Figur 4.2: Tangentporteføljen.....	26
Figur 5.1: Eierstruktur.....	58
Figur 5.2: Eiertype representert ved eierandeler.....	62

1. Innledning

Statlig eierskap er et aktuelt tema, både i Norge og internasjonalt. Finanskrisen vi har opplevd de siste årene har gjort mange land til ufrivillige investorer, og reist problemstillinger om hvordan staten skal opptre som eier. Statlig eierskap i Norge er spesielt interessant å studere, siden vi hadde et stort eierskap allerede før finanskrisen. Samtidig er synet på hvor mye staten skal eie og utøvelsen av eierskapet, en viktig forskjell mellom politiske partier i Norge.

Den siste tiden har statlig eierskap i Norge fått mye oppmerksomhet. Først førte store tap for Statens pensjonsfond utland i 2008 til debatt rundt hvordan vi bør forvalte spareformuen vår (DN 1, 2009). Deretter gjorde uenighet om transaksjoner i Aker Solutions at statens organisering og styring av eierskapet ble diskutert. Uenigheten i Aker Solutions førte dessuten til mistillitsforslag mot næringsministeren. (DN 2, 2009) Disse sakene, og den økte statlige eierandelen internasjonalt, gjør det viktig å diskutere staten som eier.

Det er flere grunner til at statlig eierskap er problematisk. For det første er det lett å tenke seg at staten kan ha andre hensikter med eierskapet enn ren profittmaksimering. Det ligger i statens rolle å maksimere samfunnsøkonomiske gevinster, og dette kan komme i konflikt med bedriftsøkonomiske mål. At staten tar andre hensyn enn profittmaksimering er ikke nødvendigvis et problem i bedrifter staten eier 100%. I bedrifter som bare er delvis statlig eid, kan det imidlertid lett oppstå en konflikt mellom de ulike aksjonærene. Resultatet kan bli lavere markedsverdi siden aksjonærene ønsker å bli kompensert for å eie sammen med en stat, eller at selskapet presterer dårligere fordi ledelsen ikke vet hvilke mål bedriften skal maksimere.

For det andre vil staten ofte være både eier og regulator. At staten har begge rollene kan være gunstig for bedrifter som er statlig eid, men uheldig for fri konkurranse. For eksempel kan staten favorisere bedrifter den eier ved innkjøp av tjenester, tildeling av konsesjoner og gunstig lån. Dette kan gi en høyere markedsverdi for bedriften med statlig eier, men samtidig kan det representere en vesentlig etableringsbarriere for andre bedrifter. Det gjør at vi kan få en statlig monopolsituasjon, og gå glipp av fordelene ved konkurranse.

En stat kan også være en god eier, fordi staten som regel vil ha god kredittrating. Det kan gi statlig eide bedrifter en finansieringsfordel i form av lavere kapitalkostnad. Slike bedrifter

kan være mer stabile i kriseår, og ha en høyere markedsverdi. Samtidig kan også slike bedrifter ødelegge konkurransen i et marked, siden bedrifter med private eiere vil ha lavere finansiell soliditet og høyere kapitalkostnader.

Siden staten har mye kapital vil den ofte ha et langsiktig perspektiv på investeringene sine. Langsiktige eiere blir ofte fremhevet som et gode, siden bedriftene da kan gjøre langsiktige prioriteringer og investere i fremtidig lønnsomhet. På den annen side kan dette føre til at ledelsen ikke jobber like hardt, fordi det er mindre sannsynlighet for å miste jobben i et statlig eid selskap.

Selv når staten opptrer som finansiell investor og investerer for å maksimere markedsverdiene, vil statens rolle kunne være uheldig. For eksempel tok Statens pensjonsfond utland en short posisjon i islandske bankobligasjoner for noen år siden. Dette var en investering motivert ut fra profitt, men det at Norge stod bak førte til protester fra den islandske statsministeren fordi fondet investerte på en måte som påvirket den islandske økonomien. (DN, 2006)

Disse eksemplene illustrerer hvorfor det er få grunner til at statlig eierskap er ønskelig. Internasjonalt har finanskriser imidlertid gjort det nødvendig med statlig eierskap, siden en statlig investor kan ta andre hensyn enn bedriftsøkonomisk profittmaksimering. I Norge er det politisk bestemt at staten skal ha eierskapet til naturressursene og stå ansvarlig for pensjonsforpliktelsene. Naturressursene skaper høyere inntekter enn det offentlige forbruket, og pensjonsforpliktelsene gjør det nødvendig med sparing for å møte disse. Vi vil derfor måtte ha et visst omfang av statlig eierskap.

Siden det i utgangspunktet ikke er ønskelig med statlig eierskap, men i mange tilfeller likevel er nødvendig, er det behov for å klargjøre hvordan staten bør opptre som eier og hvordan vi bør forvalte den statlige kapitalen. Denne oppgaven vil diskutere hva som er en optimal portefølje for en stat, og om det er mulig å redusere problemene med en statlig eier gjennom organisering.

Problemstillingen min er hvordan Norge bør organisere og forvalte det statlige eierskapet.

For å svare på hvordan vi bør forvalte det statlige eierskapet vil jeg se på investeringsstrategien i sammenlignbare fond, og deretter se på teori for god

kapitalforvaltning. Dette bruker jeg til å vurdere Norges forvaltning, for deretter foreslå mulige forbedringer.

Organiseringen av eierskapet blir analysert ved å se på empiriske studier av eierskapets betydning og teorier for hva som kjennetegner godt eierskap. Deretter vurderer jeg om staten er en god eier, og hvilke endringer som kan gjøre organiseringen av eierskapet bedre.

Det er gjort omfattende forskning på mange av temaene jeg tar opp i oppgaven. Forskning på kapitalforvaltning og organisering vil jeg gå nærmere inn på senere. Statlig eierskap som tema har blitt drøftet i flere Stortingsmeldinger og offentlige utredninger. Blant annet vurderer Stortingsmelding nr. 16 (2007-2008) forvaltningen av Statens pensjonsfond, NOU 2004:7 vurderer organisering og forvaltning av de direkte investeringene til staten og Stortingsmelding nr. 13 (2006-2007) vurderer eierskapspolitikken. Dessuten vurderer FAFO-rapport 2007:20 statlig eierskap i Norge.

Disse eksemplene viser noe av det omfattende arbeidet som er gjort innen statlig eierskap. Bidraget til denne oppgaven er å vurdere hele det statlige eierskapet samlet. Tidligere forskning har konsentrert seg om forvaltningen av fondene eller utøvelsen av eierskapet i de direkte investeringene. Det er totalporteføljen til Norge som får betydning for samlet verdiskapning, og det er denne vi bør optimere.

Å vurdere forvaltningen og organiseringen av Norges eierskap er en omfattende oppgave. Jeg har derfor valgt å avgrense oppgaven til å omhandle investeringsstrategi og eierskap. Jeg velger derfor ikke å behandle temaer som etikk i forvaltningen og risikostyring. Til slutt i oppgaven vil jeg antyde hvilke områder det kan forskes videre på.

Jeg vil begynne oppgaven ved å se på omfanget av Norges eierskap, hvordan vi har organisert det og hvordan vi har forvaltet formuen vår. I kapittel 3 vil jeg se på investeringsstrategi i sammenlignbare fond. Deretter vil jeg se på teorier for optimal kapitalforvaltning, og bruke dette sammen med innsikten fra kapittel 2 og 3 til å vurdere hvordan Norge bør forvalte formuen. I kapittel 5 vil jeg se på betydningen av eierskap og diskutere teorier for godt eierskap. Dette avsluttes med en vurdering av Norges organisering av eierskapet. Kapittel 6 avslutter oppgaven med konklusjon og i kapittel 7 gir jeg forslag til videre forskning.

2. Oversikt over statens eierskap

Formålet med dette kapitlet er å gi en oversikt over Norges statlige eierskap. Dette vil gi oss innsikt i hvor mye vi eier, hvordan vi har valgt å forvalte eierskapet og hvordan det er organisert. Først ser jeg på hvilke motiver som ligger til grunn for dagens eierskap og hvordan eierskapet er organisert. Deretter ser vi på hvor store verdier staten eier og hvordan sammensetningen av porteføljen har utviklet seg. Til slutt beskriver jeg omfanget av statlig eierskap i andre sammenlignbare land.

2.1 Motiver for statlig eierskap

Motivene for å ha statlig eierskap i Norge har variert med ulike regjeringer og historiske begivenheter. Historisk har staten investert i selskaper som følge av tidsbestemte vurderinger og beslutninger, og ikke som et resultat av en samlet og overordnet strategi. (Stortingsmelding nr 61, 1996-1997)

Statlig eierskap har videre vært et virkemiddel for å sikre at inntekter fra betydelige naturressurser kom fellesskapet til gode. Statlig eierskap har vært viktig for å gi tilgang på fellesgoder som infrastruktur, tjenestetilbud og lik tilgang over hele landet. Staten er også blitt eier av regionalpolitiske årsaker, for å redusere arbeidsledighet og som et ledd i oppbyggingen av et nasjonalt forsvar. (Stortingsmelding nr 61, 1996-1997)

I etterkrigstiden var gjenreising motivet bak det statlige eierskapet. Staten engasjerte seg da i typiske eksportbedrifter, eller bedrifter som erstattet import. Hensikten med dette var et ønske om norsk kontroll over produksjonen i særlig viktige bedrifter/bransjer og om økt industriell selvforsyning. (Stortingsmelding nr 61, 1996-1997)

Motivene bak det store direkte eierskapet i norsk næringsliv har dermed handlet om å oppnå ulike politiske mål, fremfor å oppnå høyest mulig avkastning på sparingen. Den offentlige sparingen har hovedsakelig skjedd gjennom Folketrygdfondet, og i senere tid gjennom Oljefondet.

Regjeringen oppgir i dag tre ulike motiver for de direkte investeringene i bedrifter. For det første ønsker de en nasjonal forankring av viktige selskaper. Det andre motivet er å sikre

kontroll med inntekter fra våre naturressurser og det tredje formålet er å ivareta andre politiske mål gjennom det statlige eierskapet.

Et fjerde motiv for å ha statlig eierskap er sparing. Når regjeringen ikke oppgir dette som et motiv for de direkte investeringene sine, kan det se ut til at sparing er underordnet og anses ivaretatt gjennom pensjonsfondene. Som vi skal se står de direkte investeringene for finansielle verdier som utgjør mer enn 20% av totalporteføljen. Så betydelige verdier må nødvendigvis innebære et element av sparing, og siden kapitalen som er investert har alternative anvendelser er det viktig å se på forvaltningen av disse investeringene.

2.2 Hvor mye eier den norske stat?

Tabell 2.1 gir en oversikt over statens ulike eiendeler og forpliktelser. Årsaken til at vi har statlig eierskap er for å dekke fremtidige forpliktelser. I tillegg har store naturressurser gitt oss en stor formue, som staten har valgt å forvalte til det beste for dagens og kommende generasjoner.

Tabell 2.1: Statens eiendeler og forpliktelser (Kilde: Gjedrem, 2004)	
Eiendeler	Forpliktelser
Petroleumsfondet	Statsgjeld
Folketrygdfondet	Velferdsstatens forpliktelser
Statsbanker	
Direkte eierskap	
Mindre eierposter	
Beskatningsretten	

Statistisk Sentralbyrå anslo at vi hadde statlige eierandeler i 650 foretak i 2007. I tillegg hadde vi i 2007 rundt 3108 kommunale foretak. (SSB, 2009) Vi har dermed et omfattende offentlig eierskap i Norge. Formålet med denne oppgaven er å se på det statlige eierskapet, og spesielt statens finansformue. Jeg vil derfor se bort fra kommunalt eide foretak, og jeg vil se på konsernverdier i de statlige eide foretakene.

I vedlegg 1 finnes en fullstendig oversikt over disse selskapene, og estimert markedsverdi. Per 31.12 2008 har selskapene en samlet markedsverdi på omtrent 740 milliarder kroner, og statens andel beløper seg til ca 500 milliarder kroner. De børsnoterte selskapene står alene for 70 % av disse verdiene. Det er dermed relativt små verdier som er 100 % kontrollert av staten.

I tillegg til det direkte eierskapet, har Norge investert betydelige beløp gjennom ulike fond. Statens pensjonsfond utland (tidligere Petroleumsfondet) har en markedsverdi på rundt 2 275 milliarder og Statens pensjonsfond Norge har verdier for rundt 87,8 milliarder. I tillegg kommer ulike småfond som har en samlet verdi på ca. 12 milliarder. Samlet finansformue er dermed verdt rundt 2 875 milliarder kroner.

Til sammenligning har verdens største statlige investeringsfond, Abu Dhabi Investment Authority, en markedsverdi på 875 milliarder dollar, USAs største pensjonsfond, Calpers, en markedsverdi på 180 milliarder dollar og Oslo Børs hadde ved inngangen til 2009 en markedsverdi på 1 000 milliarder kroner.

2.3 Organisering av eierskapet

Norges eierskap består av direkte eide selskaper, pensjonsfond og andre fond. Jeg vil her se nærmere på organiseringen av eierskapet.

2.3.1 Statens pensjonsfond utland

Opprettelsen av Statens pensjonsfond utland ble vedtatt ved lov i 1990, og første kapitalinnskudd ble gjort 1996. Formålet var først at fondet skulle være et finanspolitisk styringsmiddel for å synliggjøre bruken av petroleumsinntektene. Fondet fungerte dermed som en buffer mot svingninger i økonomene, og var et redskap for å håndtere de finansielle utfordringene knyttet til en aldrende befolkning og samtidig avtakende petroleumsinntekter. (SPU, 1999)

Sparingen i fondet er gitt av kontantstrømmen fra petroleumsvirksomheten som blir overført fra statsbudsjettet, avkastningen av fondets formue og netto finanstransaksjoner knyttet til petroleumsvirksomheten. (Lov om statens pensjonsfond)

Funksjonen som bufferfond var en viktig årsak til at hele fondet ble plassert i utlandet. Dersom plasseringene var blitt gjort i Norge, ville uttak fra fondet medført reversering av store investeringer i norsk økonomi. Uttak fra bufferfondet vil bli gjort i tider med underskudd på statsbudsjettet, men underskudd er ofte sammenfallende med vanskelige tider for norsk økonomi. Reversering av norske investeringer i vanskelige tider ville dermed gjort bufferfondet mindre egnet som finanspolitisk styringsmiddel. (SPU, 1999)

En annen grunn til å plassere fondet i utlandet er at oljeinntektene blir opptjent i utenlandsk valuta. Bruk av oljeinntektene innenlands vil kunne skape press i økonomien og inflasjon. I tillegg vil plassering i utlandet bidra til å spre risikoen gjennom diversifisering. (SPU, 1999)

Strategien ved å plassere i utlandet er opprettholdt, men fondet har beveget seg fra å være et bufferfond til å bli et mer rendyrket pensjonsfond. Allokeringen er nå 60% plasser i aksjer, og 40% i obligasjoner. Samtidig diskuteres det å inkludere flere aktivaklasser. Statens pensjonsfond utland utgjør rundt 75% av samlet finansportefølje.

2.3.2 Statens pensjonsfond Norge

Statens pensjonsfond Norge ble opprettet i 1967 under navnet Folketrygdfondet, og har fra starten hatt som formål at fondet gjennom formuesoppbygging skal bli til størst mulig nytte for folketrygden (Folketrygdfondet, 1997).

I perioden 1967 til 1979 ble det spart nærmere 12 milliarder kroner i fondet, og frem til 2006 oppnådde de en akkumulert avkastning på 179,5 milliarder. Organiseringen av fondet ble endret i 2006, ved at Folketrygdfondet nå forvalter Statens pensjonsfond Norge. Ved omorganiseringen av fondet ble 100 milliarder tilbakeført til statskassen, og verdiene i fondet utgjør nå rundt 4% av totalporteføljen. Finansdepartementet har fastsatt en strategisk referanseportefølje som består av 40% obligasjoner og 60% aksjer, investert i de nordiske markedene. (Folketrygdfondet 2006, 2007)

2.3.3 Direkte investeringer

Med direkte investeringer menes eierandeler i aksjeselskaper som forvaltes av et departement. Slike investeringer faller ofte inn under begrepet strategiske investeringer. Tidligere leder av Petroleumsfondet, Knut Kjær, (2002) definerer en strategisk investor som en med store posisjoner i en eller flere bedrifter, og som aktivt bidrar til å utvikle bedriften. En slik investor skiller seg fra rent finansielle investorer, som tar mindre posisjoner i hver bedrift og investerer i langt flere bedrifter.

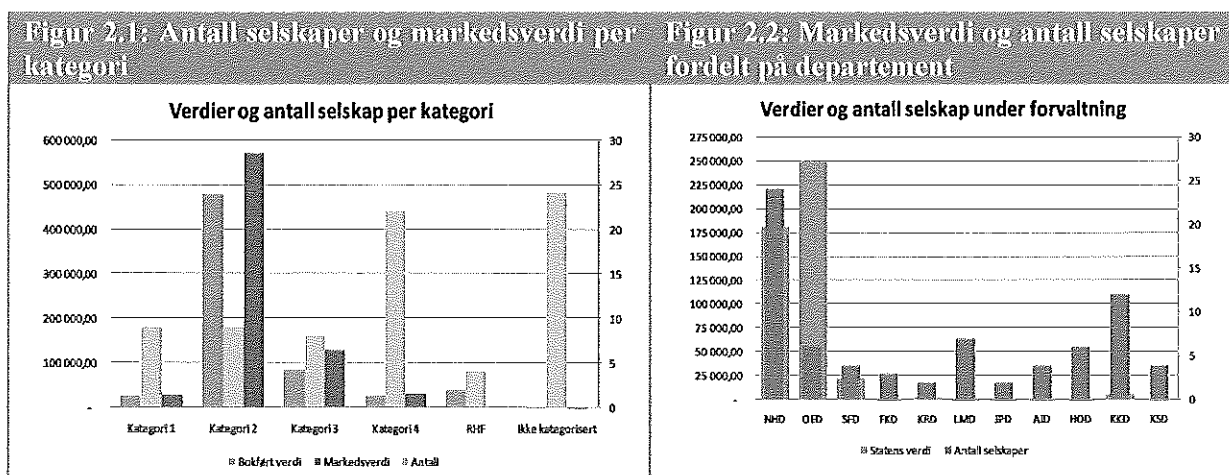
Regjeringens årlige eierberetning gir en oversikt over foretak som staten eier direkte. Foretakene er kategorisert etter formålet investeringen har. I kategori 1 er selskaper med forretningsmessig formål, kategori 2 inneholder selskaper med forretningsmessige mål og nasjonal forankring av hovedkontor, kategori 3 består av selskaper med forretningsmessige

mål og andre spesifikt definerte mål og i kategori 4 er selskaper med sektorpolitiske mål. I tillegg har regjeringen definert en egen kategori for regionale helseforetak. (Eierberetningen, 2007)

Den norske stat har store direkte eierinteresser i enkeltbedrifter, der eierskapet ikke er motivert ut fra et finansielt perspektiv. Selv om de ofte har en mer passiv rolle enn andre strategiske investorer, har de en eierandel som gir mulighet til vesentlig innflytelse i bedriftene. Jeg velger derfor å karakterisere disse investeringene som strategiske.

Av de direkte investeringene er åtte selskaper børsnotert. For disse eksisterer det en observerbar markedsverdi. For de øvrige selskapene har jeg estimert verdien ved hjelp av prisingen av sammenlignbare selskaper. Hvordan verdiene er beregnet vises i vedlegg 1.

Figur 2.1 og 2.2 viser hvordan antall selskaper og markedsverdi fordeler seg på kategori og ansvarlig departement. Som vi ser utgjør selskapene der eneste formål er forretningsmessige, en liten andel av total markedsverdi. Staten har derfor flere mål enn verdimaksimering for relativt store verdier.



Samtidig ser vi at det er mange ulike departement som forvalter investeringene, men verdiene er hovedsakelig forvaltet av Nærings- og handelsdepartementet og Olje- og energidepartementet. Noe av grunnen ligger i at jeg har satt markedsverdien til helseforetak og kulturbedrifter lik 0. Selv om disse bedriften representerer betydelige verdier, vil de med dagens formål og inntektsstruktur, ikke representere noen finansiell verdi for staten.

2.3.4 Private equity

Private equity defineres som investeringer i selskaper som ikke er notert på børs. Vi har to hovedtyper private equity. Investeringer i modne selskaper kalles buyout, mens investeringer i vekstselskaper kalles venture. Et typisk kjennetegn på private equity som aktivaklasse er at private-equity eierne går aktivt inn i selskapene, og tilfører dermed kompetanse i tillegg til kapital. (Orkla Finans, 2009)

Staten har som kjent eierandeler i en rekke unoterte selskaper, men disse vil som regel ikke falle under private equity begrepet fordi staten for det første ikke er en aktiv eier, og heller ikke har avkastning som eneste formål med investeringen. Private equity investorer går inn i selskaper aktivt for å skape merverdi som kan selges etter en viss tid.

En liten andel av finansporteføljen er imidlertid allokert til private equity formål, og disse forvaltes gjennom det heleide investeringsselskapet Argentum. Per 31.12 2007 utgjorde disse investeringene 2 milliarder, men intensjonen er at disse skal økes til 5 milliarder.

2.3.5 Realaktiva

Realaktiva inkluderer fysisk kapital som eiendom, skog og råvarer. Som vi skal se, investerer mange av de sammenlignbare fondene i realaktiva. Yale investerer i realaktiva på grunn av deres attraktive avkastningsmuligheter, porteføljediversifisering og som sikring mot uventet inflasjon. (Yale, 2000)

Den norske stat eier naturlig nok en del realaktiva. Spesielt viktig er Statens direkte økonomiske engasjement (SDØE), som eier betydelige petroleumsrettigheter. Det er imidlertid sjeldent realaktiva blir sett i sammenheng med den øvrige finansporteføljen. Realaktiva eiendelene er dessuten ofte bestemt for andre formål enn sparing. Det er likevel viktig å ta hensyn til disse verdiene, fordi en stor beholdning av realaktiva kan gjøre det naturlig for statlige sparefond å avvike fra den allokeringen andre fond har.

2.3.6 Ulike fond

I løpet av 2009 har vi fått visse endringer i det statlige eierskapet som følge av finanskrisen. Det er blant annet opprettet to nye fond med til sammen 100 milliarder i forvaltningskapital. Det ene fondet, Statens finansfond, skal tilby kjernekapital til norske banker og Statens obligasjonsfond skal investere i obligasjonsmarkedet (Finansdepartementet, 2009). Disse

tiltakene vil i mindre grad være tema i denne oppgaven. Siden tiltakene er krisetiltak forventes de å være midlertidige, og det interessante er derfor hvordan det statlige eierskapet har vært forvaltet frem til 2009.

I tillegg til disse har vi investert i Aker Holding, Norfund, SIVA, Venturefondet og Innovasjon Norge. Aker Holding er et selskap som skal forvalte en eierandel på 40% i Aker Solutions, og hovedformålet med investeringen er nasjonalt forankring av eierskap. Norfund er forvaltet av Utenriksdepartementet og skal investere i utviklingsland. Venturefondet er under avvikling, mens SIVA og Innovasjon Norge skal investere for å fremme næringsutvikling i Norge (Eierberetningen, 2007). Til sammen representerer de verdier for rundt 12 milliarder kroner.

2.4 Porteføljens sammensetning

Vi har nå sett hvor store finansielle verdier Norge eier, og hvordan vi har organisert eierskapet. For å analysere forvaltningen må vi se nærmere på hvordan kapitalen er investert.

Hensel mfl. (1991) definerer aktivaallokering som beslutningen om hvordan et fond skal investere mellom ulike aktivaklasser, under forutsetningen at forventet avkastning for aktivaklassen er proporsjonal med klassens risiko. En aktivaklasse er et sett av enkeltaktiva som har fundamentale økonomiske likheter med hverandre, og som har karakteristika som gjør dem distinkte fra andre aktiva som ikke er en del av aktivaklassen. (Greer, 1997)

2.4.1 Utviklingen i finansporteføljens sammensetning

For å vurdere forvaltningen av den statlige finansporteføljen er det verdt å se hvordan porteføljens sammensetning av aktivaklasser har utviklet seg over det siste tiåret, og sammenligne dette med investeringsstrategier som andre store forvaltningsmiljøer benytter.

Vedlegg 2 viser en fullstendig oversikt over hvordan jeg har beregnet porteføljeverdiene. Siden formålet med denne oversikten er å vise utviklingen i finansporteføljen, er det enkelte selskaper som er naturlig å se bort fra. Jeg har sett bort fra alle de direkte investeringene i unoterte aksjeselskaper, med unntak av Statkraft. Denne forenklingen utgjør uansett ingen stor forskjell siden de børsnoterte selskapene og Statkraft til sammen utgjør rundt 90% av de direkte investeringene i 2008.

Ikke overraskende ser vi at andelen plassert i utenlandske obligasjoner har økt med størrelsen på Statens pensjonsfond utland. Andelen plassert i direkte investeringer er redusert over perioden, til tross for at verdien av disse har økt betydelig. Dette skyldes naturligvis den sterke veksten i Statens pensjonsfond utland. Det er verdt å merke seg at de direkte investeringene er større enn Statens pensjonsfond Norge, private equity og kontanter til sammen. En stor andel av porteføljen er dermed allokert til investeringer der staten har andre motiver enn høyest mulig avkastning.

Avkastningen til de ulike delene av porteføljen vises i tabell 2.2 under.

Tabell 2.2: Gjennomsnittlig avkastning på ulike deler av finansporteføljen	
Statens pensjonsfond utland	2,33 % (årlig, siste 10 år)
Statens pensjonsfond Norge	4,6% (årlig, siste 10 år)
Private equity (Argentum)	35% (årlig, siden oppstart)
Direkte investeringer	30,5%
Kilde: årsrapporter, avkastningen for de direkte investeringene er estimert (se vedlegg 3)	

2.5 Statlig eierskap i andre land

Som vi har sett har Norge et omfattende statlig eierskap, både direkte og gjennom pensjonsfond. I rapporten "Et krevende eierskap" sammenligner Tranøy, Jordfald og Løken (2007) det statlige eierskapet i Norge, med direkte statlige investeringer i de andre nordiske landene. Danmark har lavest innslag av statlig eierskap, med eierandeler i 19 selskaper, der bare to er børsnoterte. I Finland derimot, eier staten rundt 50 selskaper, hvorav 14 er børsnoterte. Verdien av den børsnoterte andelen ble verdsatt til 19,4 milliarder euro i 2005. Sverige har også et visst omfang av statlig eierskap, med 43 heleide selskaper og 15 delvis eide selskaper. Verdien av Sveriges direkte investeringer var rundt 271 milliarder SEK i 2005. (Tranøy mfl., 2007)

De norske direkte investeringene beløper seg til nærmere 500 milliarder, og statens eierandel på børsen ligger mellom 30 og 40%. Det direkte statlige eierskapet i Norge er dermed mer omfattende enn i andre land.

3. Investeringsstrategier i store fond

Vi har sett hvordan sammensetningen av Norges finansportefølje har utviklet seg, og sammenlignet med andre land har vi et mye større innslag av direkte investeringer. I denne delen vil jeg se på investeringsstrategien i store finansporteføljer.

Det er minst tre kategorier av finansporteføljer som er verdt å sammenligne oss med. For det første har vi statlige investeringsfond i andre land. Disse har, som i Norge, hovedsaklig oppstått fra naturressursinntekter. Videre har vi store internasjonale pensjonsfond, som har samme formål med kapitalforvaltningen som Norge. Dessuten har vi amerikanske universitetsfond, som har et like langsiktig perspektiv på sparingen som det vi har.

I denne omgang vil jeg se på hvordan porteføljene til sammenlignbare selskaper er allokert til ulike aktivaklasser. Risiko og meravkastning vil bli diskutert nærmere i kapitlet om optimal sammensetning av porteføljen, men hvordan de har prestert relativt til andre fond vil antydes her. Det eksisterer mange ulike definisjoner på aktivaklasser mellom fondene. Aktivaklassene er forsøkt gjort mest mulig sammenlignbart, men der dette ikke er mulig er fondets egen betegnelse brukt.

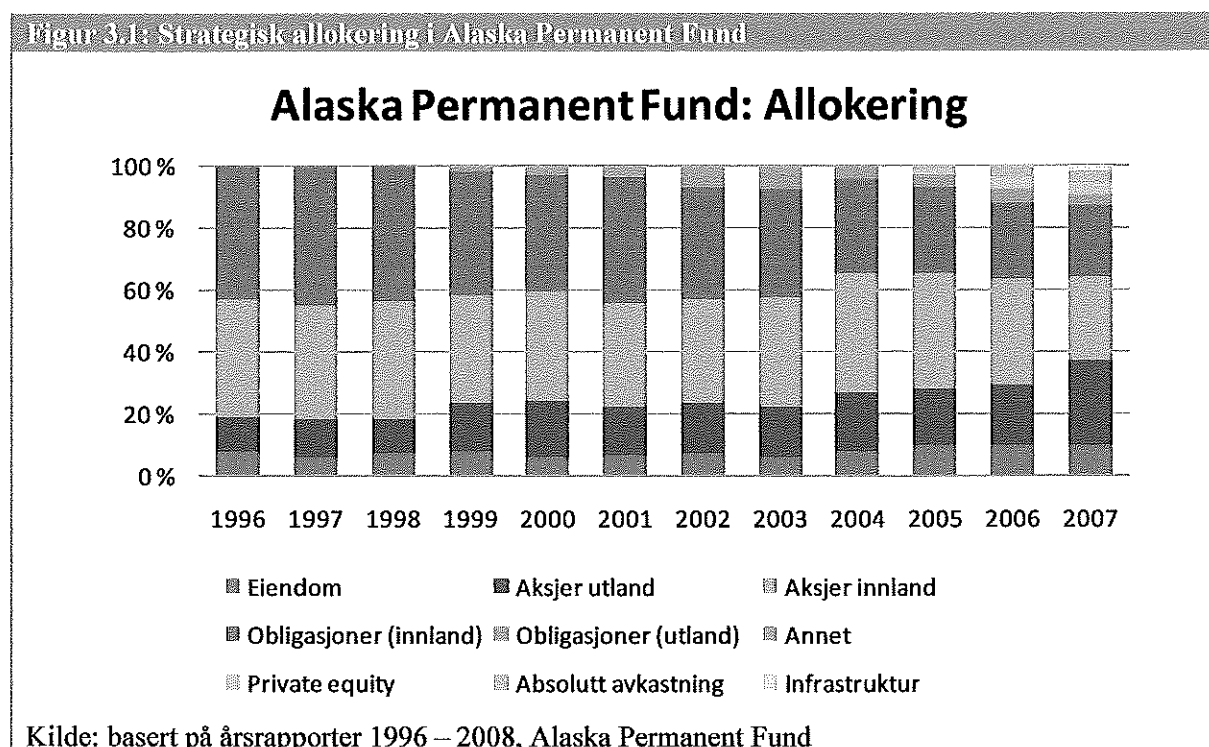
Som vi skal se skiller allokeringen i sammenlignbare fond seg vesentlig fra den allokeringen Norge har valgt.

3.1 Statlige fond

Det er ikke bare Norge som har skapt en stor finansformue som følge av rike naturressurser. Store statlige finansfond går under betegnelsen sovereign wealth funds, og er definert som statlig eide investeringsfond som består av finansielle eiendeler finansiert av utenlandsk valuta. (SWI, 2009)

Det største fondet er Abu Dhabi Investment Authority med rundt 875 milliarder dollar under forvaltning. Fondet har imidlertid ikke offentliggjort detaljer rundt investeringsstrategien sin, selv om press fra IMF gjør at fondet vil bli mer åpen om sine investeringer. Fondet oppgir at de har investert i aktiva som aksjer, gjeld, eiendom, private equity og infrastruktur, men vi vet ingenting om de relative andelene. (SWI, 2009)

Et annet tilsvarende fond er Alaska Permanent Fund, som også ble dannet som følge av store petroleumsinntekter. Dette fondet har nylig gått fra en tradisjonell investeringsstil med andeler i eiendom, obligasjoner og aksjer, til å allokere en større andel til alternative investeringer som infrastruktur, private equity og absolutt avkastning. Utviklingen i Alaska sin portefølje er vist på figur 3.1 nedenfor. Fondet har per 2008 hatt en årlig, gjennomsnittlig avkastning på 10% over de siste 24 år. (APF, 1996-2008)



3.2 Store pensjonsfond

Statens Pensjonsfond utland er verdens nest største pensjonsfond (Watson Wyatt, 2008), og en stor andel av statens finansformue er øremerket pensjonssparing. Det er derfor naturlig å se på hvordan andre store pensjonsfond har investert.

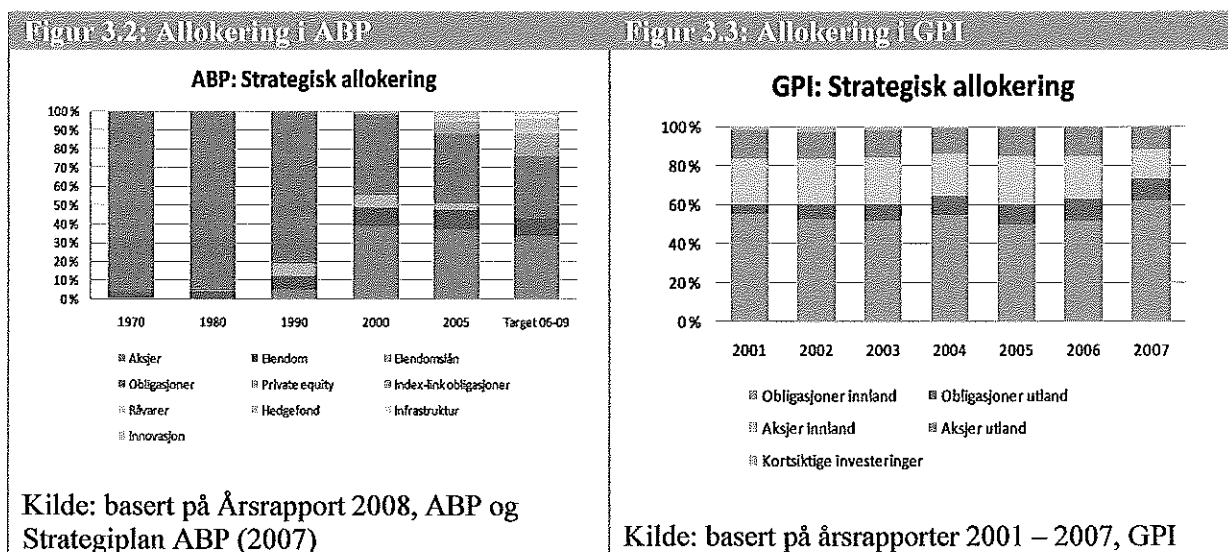
Det største pensjonsfondet er Japans Government Pension Investment Fund, med nesten 1000 milliarder dollar i markedsverdi. Som vi ser av figuren følger dette fondet en strategi som ligner allokeringen Statens pensjonsfond hadde i starten, der over 60% er plassert i obligasjoner. Resten er plassert i aksjer. Et særtrekk med strategien til Japans pensjonsfond er den store andelen som er plassert i innenlandske aktiva, mens vi har plassert over 90 % av pensjonsfondet i utlandet.

En av grunnene til denne forskjellen er veksten i Statens pensjonsfond utland. Store oljeinntekter har ført til stor sparing i dette fondet, mens det ikke har vært noen kapitalinnskudd i innlandsfondet. Strategien om å investere oljeinntekter ute har dermed ført til vridningen fra en stor andel allokert i innland til stor andel i utland. Dessuten er det norske kapitalmarkedet mye mindre enn Japan, og staten eier allerede rundt 30-40% av de børsnoterte aksjene. Derfor følger det at en større andel av formuen må plasseres globalt når sparingen øker.

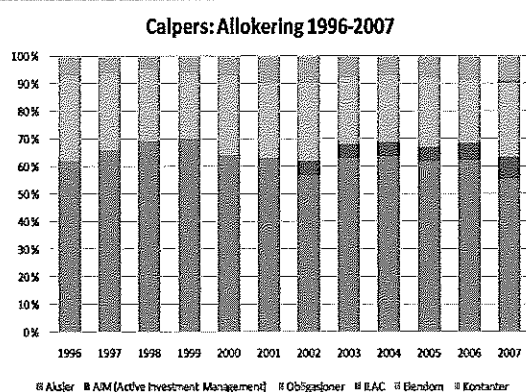
Japans pensjonsfond har dessuten møtt kritikk for investeringsstrategien sin, og en artikkel i *The Economist* (2008) konkluderer med at fondet er dårlig forvaltet, og anbefaler en reform av strategien.

California Public Employees (CALpers) er verdens fjerde største pensjonsfond, og USAs største pensjonsfond. Som vi ser har de en strategi som ligner oljefondet med rundt 60% i aksjer, 30% i obligasjoner og 10% i alternative investeringer. Trenden i CALpers er en økende andel i alternative investeringer, og per 2007 var rundt 20% av porteføljen investert i alternative investeringer, fordelt på eiendom og klassen active investment management. Fondet oppgir en gjennomsnittlig, årlig avkastning på 6,50%.

Det tredje største pensjonsfondet er ABP fra Nederland. Som vi kan se har også dette fondet i økende grad investert i alternative aktivaklasser som eiendom, private equity, hedgefond, infrastruktur og råvarer. Fondet oppgir en gjennomsnittlig, årlig avkastning på 8,20%.

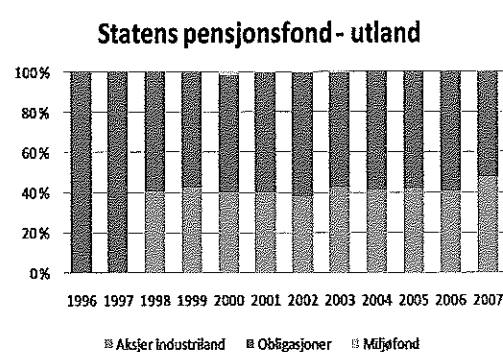


Figur 3.4: Allokering i Calpers



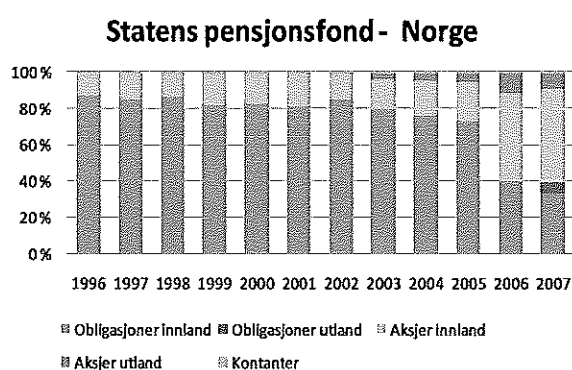
Kilde: Basert på data fra Calpers (2007)

Figur 3.5: Allokering i SPU



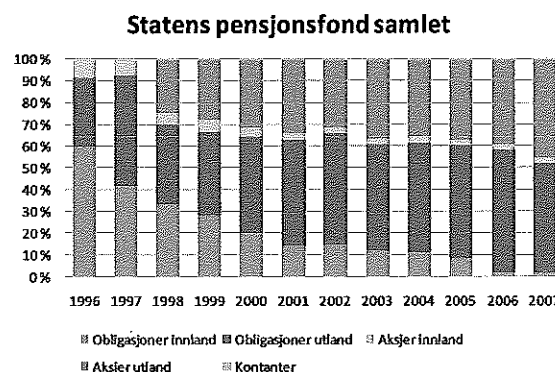
Kilde: basert på årsrapporter 1996 – 2007, SPU

Figur 3.6: Allokering i SPN



Kilde: basert på data fra årsrapporter 1996 – 2007, Folketrygdfondet

Figur 3.7: Allokering SPN+SPU



Kilde: basert på årsrapporter fra 1996 – 2007, Folketrygdfondet og Petroleumsfondet

Som vi ser er allokeringen i Norges pensjonsfond adskillig mer tradisjonell enn sammenlignbare fond, og består kun av obligasjoner og aksjer. Avkastningen til Norges pensjonsfond er dessuten vesentlig lavere enn sammenlignbare fond.

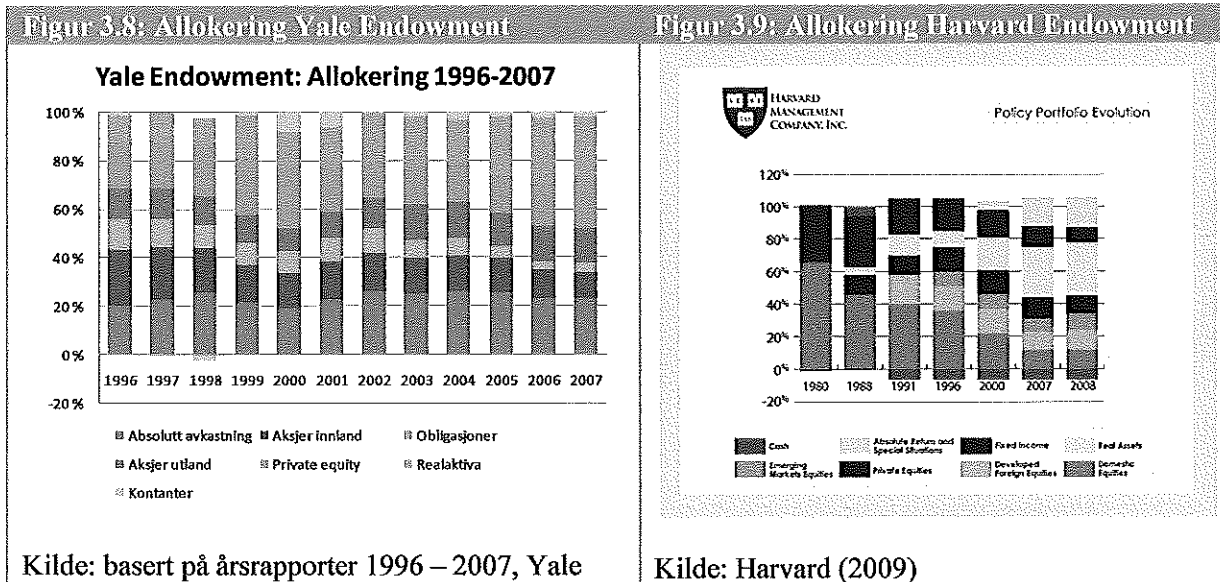
3.3 Universitetsfond

Et universitetsfond, eller endowment, er et fond som forvalter finansporteføljen til universitet og brukes til å finansiere alt fra professorater, utdanning, bøker, forelesninger og vedlikehold. Et slikt fond utgjør en stor andel av universitetets finansiering. For eksempel kom 33% av Yales inntekter i fjor fra Yale Endowment Fund. (Yale, 2007)

Slike universitetsfond er sammenlignbare med Norges finansportefølje siden forvaltningen har en svært lang tidshorison, og dessuten et ønske om å bruke avkastningen løpende. Yale

har et langsiktig mål om å bruke 5,25% årlig (Yale, 2007), ikke ulikt handlingsregelen som ligger til grunn for forvaltningen av Norges petroleumsinntekter.

Allokeringen til to av de største, og best forvaltede, fondene er vist i figur 3.8 og 3.9 nedenfor.



Oversikten over Harvard's strategiske allokering er vist helt tilbake til 1980. Det interessante er at porteføljen i 1980 er identisk med den strategien Statens pensjonsfond følger i dag, med 60% i aksjer og 40% plassert i obligasjoner. Harvard's investeringsstrategi har imidlertid endret seg betydelig over perioden, og består i dag av en rekke ulike aktivaklasser. Trenden med å øke antall aktivaklasser finner man også i Yales portefølje.

Harvard Endowment har oppnådd en gjennomsnittlig, årlig avkastning på 13,8%, mens Yale har hatt en gjennomsnittlig, årlig avkastning på 16,3% de siste ti år.

Som vi ser avviker investeringsstrategien til Norge vesentlig fra andre sammenlignbare kapitalforvaltere. For det første er en stor andel av porteføljen vår allokert til direkte investeringer, der motivene for eierskapet har andre begrunnelser enn avkastning og risiko. Videre har andre store fond i større grad investert i alternative aktivaklasser som eiendom, hedgefond og råvarer. Det neste kapitlet vil gå nærmere inn på hvordan en optimal sammensetning av porteføljen vil være for Norge sin del.

4. Optimal sammensetning av porteføljen

Vi har nå sett hvordan Norge historisk har forvaltet finansformuen sin, og sammenlignet med utvalgte store internasjonale fond. Dette kapitlet vil fokusere på prosessene for å utvikle en investeringsstrategi, basert på risiko, avkastning og risikopreferanser. For å diskutere investeringsmulighetene våre og valg av optimal portefølje vil jeg bruke teori og empiriske resultater. Dette vil gi oss innsikt i hvordan man kommer frem til en optimal portefølje, og hvilke faktorer som vil få betydning for Norges optimale portefølje. Til slutt oppsummerer jeg med å gi konklusjoner på hvorvidt Norge bør endre strategien sin, og om det er grunner til å avvike fra måten andre store fond har valgt å forvalte kapital på.

4.1 Strategisk allokering

Avkastningen til en investeringsportefølje kan komme fra tre kilder: strategisk allokering, taktisk allokering og seleksjon. (Brinson, Hood og Beebower, 1986)

Sharpe (1987) beskriver strategisk allokering som en prosess der man tar utgangspunkt i kapitalmarkedsbetingelser, forventet avkastning, risiko og korrelasjon, investors formue og investors relative risikotoleranse for å komme frem til en optimal langsiktig allokering. (Sharpe, 1987)

Med strategisk allokering mener jeg dermed hvordan porteføljen er sammensatt av ulike aktivaklasser på lang sikt. Beslutningen om strategisk allokering er utgangspunktet for forvaltningsstrategien, og har avgjørende betydning for avkastningsnivå og risiko.

4.1.1 Valg av strategisk allokering

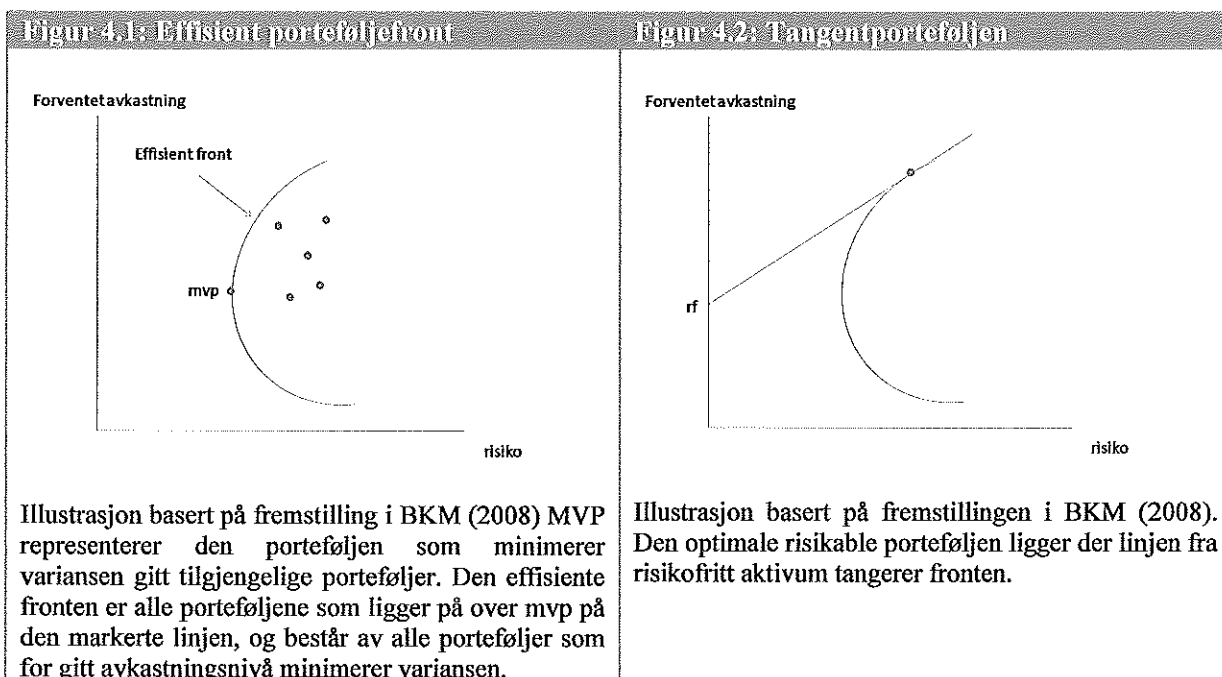
Utgangspunktet for moderne porteføljeteori er arbeidene til Markowitz (1952). I valget mellom ulike aktivaklasser vil en rasjonell investor se på forventet avkastning som et gode, og varians som en ulempe. Den optimale porteføljen av ulike aktivaklasser minimerer variansen og maksimerer avkastningen. (Markowitz, 1952)

For hvert forventet avkastningsnivå vil det være en portefølje av risikable aktiva som minimerer variansen til avkastningsnivået. Situasjonen er illustrert i figur 4.1. De optimale porteføljene ligger på den effisiente fronten, og gir høyest mulig avkastning gitt risikonivået – eller lavest risiko gitt avkastningsnivået.

Det som ligger bak teorien om porteføljeoptimering er effekten av diversifisering. Diversifisering innebærer å redusere porteføljens risiko ved å spre investeringen over flere aktiva som er eksponert mot ulike risikokilder. Avkastningen til en portefølje er gitt ved $E(r_p) = \sum_{i=1}^n w_i E(r_i)$, og porteføljevariansen er gitt ved $\sigma_p^2 = \sum_{j=1}^n \sum_{i=1}^n w_j w_i Cov(r_i, r_j)$. Det siste leddet, kovariansen, kan skrives som $Cov(r_i, r_j) = \rho_{ij} \sigma_i \sigma_j$. Standardavviket er et vanlig mål for risiko, mens korrelasjonen sier noe om i hvilken grad aktivaklassene porteføljen består av, er eksponert mot de samme risikokildene. (BKM, 2008) Av formlene kan vi se at lav korrelasjon (gitt ved lav verdi på korrelasjonskoeffisienten) mellom aktivaklassene bidrar til å redusere porteføljens totalrisiko.

Ved å utvide modellen med kapitalverdimodellen (CAPM), kan vi si noe om hvilken portefølje investor foretrekker av de optimale og hvordan investoren vil tilpasse seg. CAPM bygger på fire viktige forutsetninger: alle aktiva kan handles fritt, investorer opererer over en en-periodisk tidshorisont, investorer kan holde lange og korte posisjoner i alle aktiva og investorer er indifferente mellom to porteføljer med identisk forventet avkastning og varians. (CMW, 1997)

Trekker vi inn et risikofritt aktivum i modellen, vil den optimale porteføljen være der kapitalallokeringslinjen fra det risikofrie aktivumet tangerer den effisiente fronten. Investorer vil skalere risiko etter preferanser ved å velge et punkt på tangenten. Denne situasjonen er vist i figur 4.2.



Implikasjonen av denne modellen er det vi kaller separasjonsteoremet. Den optimale risikable porteføljen er tangentporteføljen på den effisiente fronten, og vil være lik for alle investorer. Valget av allokering mellom risikofritt aktivum og tangentporteføljen avhenger av investors preferanser med hensyn til risiko. (BKM, 2008)

Optimal kapitalallokering er derfor bestemt av risikoaversjon og forventninger om risiko- og avkastningsforhold i den optimale risikable porteføljen. (BKM, 2008) For å bestemme optimal portefølje må vi derfor ha et forhold til risikoegenskaper, forventet avkastning og investors risikotoleranse.

4.1.2 Holder modellen i praksis?

Hvis modellen med Markowitz sin effisiente porteføljefront og CAPM holdt, skulle vi finne at fond i praksis hadde den samme miksen av aktivaklasser, og at investorene skalerte risiko ved å holde ulike andeler i risikabel portefølje og risikofritt aktivum.

Vi har allerede sett at det er forskjeller i fondenes strategiske allokering. Samtidig er investeringen i risikofritt aktivum, representert ved aktivaklassen kontanter, lik 0 for mange av fondene. Det kunne vært konsistent med modellen dersom fondene representerte risikable porteføljer, og at fondenes investorer skalerte risiko ved å investere en andel i risikofritt. Mange av fondene, for eksempel Norge og universitetsfondene, investerer imidlertid hele sin formue og forvalter ikke på vegne av andre investorer.

Avviket mellom separasjonsteoremet og det vi observerer i praksis blir kalt asset allocation puzzle, og blir forsøkt forklart av Canner, Mankiw og Weil (1997). Artikkelen har vurdert fire investeringsråd, der alle anbefalte fallende andel obligasjoner over aksjer med økt risikotoleranse. Dette investeringsrådet avviker fra separasjonsteoremet som sier at investorer skalerer risiko ved å velge andel i risikofritt aktivum og risikabel portefølje. Den risikable porteføljen skal ha samme miks av obligasjoner og aksjer. (CMW, 1997)

Studien undersøkte mulige forklaringer som ulike forventninger til avkastning og varians, fraværet av risikofritt aktivum, andre nyttefunksjoner og aksjekurser som ikke er normalfordelt, subjektive estimater fremfor historiske avkastningsdata, begrensninger i muligheten til short-salg, endrede investeringsmuligheter over tid, human kapital og annen gjeld som ikke inngår i porteføljen. De fant imidlertid at ingen av disse mulige forklaringene holdt. (CMW, 1997)

Canner, Mankiw og Weil (1997) testet forklaringene ved å bruke andelen obligasjoner i forhold til aksjer som indikator på hvor rasjonelle allokeringene er. Denne måten å teste aktivaallokeringen på, blir imidlertid avvist av Elton og Gruber (2000). Ved å ta utgangspunkt i fraværet av risikofritt aktivum (siden alle aktiva er risikable når vi har inflasjon) og at short-salg ikke er tillatt fant de at alle investeringsrådene fra artikkelen til Canner, Mankiw og Weil (1997) var rasjonelle.

Markowitz modellen er derfor et godt utgangspunkt for valg av allokering, men studiene viser at porteføljeoptimering i praksis ikke er begrenset til å velge andel i risikofritt aktivum og risikabel portefølje.

4.1.3 Risiko og forventet avkastning til ulike aktivaklasser

Tradisjonelt har studier om optimal allokering konsentrert seg om aksjer, obligasjoner og risikofritt aktivum. Aksjer vil si investeringer i bedriftenes egenkapital. Som investor kommer avkastningen i form av økt markedsverdi på egenkapitalen og løpende utbytte. Egenkapital er risikabelt, siden eierne får residualen av bedriftens verdiskapning. Går bedriften dårlig betales det som regel ikke utbytte til eierne, og markedsverdien faller.

Obligasjoner innebærer investeringer i gjeld. Selv om det er ulike varianter, innebærer det som regel at man har prioritet før egenkapitalinvestorene til å få sin andel av verdiene. Dessuten er det ofte en mer stabil kontantstrøm i form av løpende, forhåndsbestemte rentebetalinger. Obligasjoner er derfor sikrere enn aksjer, men er likevel eksponert mot konkursrisiko og ved fastrente på gjelden er markedsverdien til obligasjonen eksponert mot rentendringer.

Risikofrie aktiva er typisk statsobligasjoner fra land som har solid økonomi, siden disse landene ikke forventes å gå konkurs. Som vi har diskutert er imidlertid eksistensen av et helt risikofritt aktivum usikkert, blant annet på grunn av inflasjon. Siden obligasjoner og aksjer er mer risikable, forventer investorene høyere avkastning fra disse aktivaklassen for å bli kompensert for den ekstra risikoen de tar på seg. Kozhemiakin (2007) definerer risikopremien som den ekstra avkastningen over risikofritt aktivum investorene forventer for å holde mer risikable aktiva.

Hvilken risikopremie investorene kan forvente på aksjer er mye diskutert. På grunn av høyere risiko vil vi vente at den er større enn obligasjoner, siden investorene da vil kreve

mer i kompensasjon. I praksis har det vist seg at risikopremien har vært uvanlig høy. Det at den er høyere enn økonomiske modeller kan forklare, er kjent som equity premium puzzle.

En grunn er at empiriske resultater er feil, ved at avkastningen ikke er så høy som vi tror, eller at risikoen er høyere enn vi tror. En annen forklaring er at økonomiske teorier er feil. Ingen har imidlertid produsert tilfredsstillende forklaringer på hvorfor vi har et equity premium puzzle. Hvis vi forventer at den høye risikopremien skal vare betyr det at vi bør investere mer i aksjer dersom vi oppfatter oss som mindre risikoaverse enn markedet, eller investere mindre hvis vi oppfatter oss som mer risikoaverse. En annen tolkning er at risikopremien har vært for høy, og dermed vil presses nedover ettersom investorene vil investere mer i aksjer. (Siegel og Thaler, 1997)

Ulike estimater tyder på at vi kan forvente oss realrente på 3-4% for langsiktige obligasjoner, og risikopremie for egenkapital på rundt 3%. (Siegel og Thaler, 1997)

En annen problemstilling er om egenkapitalpremien varierer med ulike eierandeler. I kapittel 5 vil vi diskutere dette nærmere. Argumentet for at høy eierandel gir positiv merverdi er muligheten for aksjonæren til å påvirke og utvikle selskapet. På den annen side er ofte kostnaden ved å investere mye i et enkelt selskap tap av diversifisering. Ødegaard (2005) har anslått at rundt 10 selskaper på Oslo Børs fanger opp det meste av diversifiseringsgevinsten.

I tillegg til tradisjonelle aktivaklasser har vi i det siste fått utvidede investeringsmuligheter. Vi så fra porteføljene til sammenlignbare fond er en større andel av porteføljene nå allokert til alternative investeringer. I alternative investeringer ligger aktivaklasser som ikke faller inn under de tradisjonelle definisjonene vi har på aksjer og obligasjoner.

Private equity er en investeringsmulighet. Totalt utgjør denne aktivaklassen 0,7% av totale aktiva. Dette kan være et godt utgangspunkt for å vurdere hvor mye vi skal allokere til denne aktivaklassen. Optimistiske investorer kan vi forvente holder en høyere andel enn 0,7%, mens andre investorer ikke investerer noe i private equity. Ennis mfl. (2005) har funnet effisiente porteføljer der klassen private equity inngår, basert på forventninger om standardavvik på 31,2% og avkastning på 11,3%. Denne kombinasjonen gjorde at private equity først inngår i effisiente porteføljer der aksjeandelen er 57% og høyere. Når aksjeandelen er 57% utgjør private equity 1% av porteføljen. Ved 84% i aksjer økte andelen i private equity til 6%. (Ennis mfl, 2005)

En forklaring på den lave andelen i private equity er at aktivaklassen gir liten diversifisering i en balansert portefølje, der mesteparten av diversifiseringen fanges opp av eiendom, aksjer og obligasjoner. Private equity kan imidlertid tilby diversifisering innen aksjeinvesteringer. Samtidig er det historiske standardavviket på 31,2% svært høyt i forhold til neste aktivaklasse internasjonale aksjer som har et standardavvik på 18,7%. (Ennis mfl, 2005)

Forventet avkastning er beregnet ut fra CAPM, men karakteristika ved private equity gjør at investorer vil ha et høyere avkastningskrav på grunn av asymmetrisk informasjon, likviditet og diversifisering. En private equity investor bør ta hensyn til at vi har asymmetrisk informasjon og dermed ineffisiente markeder, høyere kostnader, volatile og illikvide aktiva. At bransjen krever et høyt kompetansenivå illustreres ved å se de store avkastningsforskjellene mellom de beste og dårligste private equity fondene. Samtidig vil risikotoleranse få betydning, noe som indikeres av den høye egenkapitalandelen som var nødvendig for at private equity skulle være en del av den effisiente porteføljen. Summen av disse forholdene gjør at Ennis mfl. (2005) anbefaler en maksimal andel, forutsatt profesjonelle investorer på 10%. (Ennis mfl, 2005)

En annen aktivaklasse som ofte inngår i investeringsporteføljer er eiendom. Artikkelen til Ennis mfl. (2005) fant at eiendom inngikk i den effisiente porteføljen allerede ved 33% allokering til aksjer. Andelen allokert til eiendom i de ulike porteføljene varierte fra 5-10%. (Ennis mfl, 2005)

At allokering til alternative investeringer gir verdi for en portefølje, blir også bekreftet i en studie gjennomført av Lerner, Schoar og Wang (2007). De undersøkte karakteristika ved amerikanske universitetsfond. Studien fant at de beste universitetsfondene gjorde det konsistent bedre enn gjennomsnittet, og forklaringen til dette så ut til å være en høyere allokering til alternative investeringer. (Lerner mfl. 2007)

De nevnte empiriske studiene, og andre studier, gjør det interessant å utvide investeringsuniverset med alternative investeringer, både på grunn av avkastningsmuligheter og bedre muligheter for diversifisering.

4.1.4 Internasjonal allokering

En annen dimensjon i allokeringsbeslutningen, er valget mellom hvor mye som skal investeres innenlandsk og hvor mye som skal investeres ute. Hovedargumentet for å investere globalt er at det øker avkastningsmulighetene og tilbyr risikodiversifisering. Volatiliteten til verdensindeksen er for eksempel lavere enn volatiliteten til det amerikanske aksjemarkedet. (Odier og Solnik, 1993)

Gevinsten ved å investere globalt er demonstrert i en rekke studier. Levy og Sarnat (1970) viste empirisk at porteføljerisikoen kunne reduseres med innslag av internasjonale verdipapirer, siden internasjonale verdipapirer har lav korrelasjon med amerikanske aktiva. Clarke og Tullis (1999) og Michaud mfl (1996) estimerer at andelen til internasjonale aksjer bør utgjøre mellom 20% og 30% av porteføljens allokering til aksjer. Lewis (1999) estimerer en allokering på nesten 40%. (Craft, 2006)

Disse studiene tar utgangspunkt i situasjonen for en amerikansk investor, men gevinstene ved å investere ute vil være tilsvarende for investorer i andre land. Enkelte land vil til og med kunne høste større gevinster enn amerikanske, siden det amerikanske markedet historisk har hatt relativt lavt standardavvik og høy avkastning. For eksempel er volatiliteten til det japanske markedet historisk vært mye høyere enn det amerikanske. (Odier og Solnik, 1993)

Til tross for gevinstene ved internasjonal allokering, har faktisk allokering blant amerikanske fond vist seg å være mye lavere enn det studiene antyder. En mulig forklaring er at kostnaden ved internasjonal diversifisering overstiger gevinsten. For eksempel krever internasjonal diversifisering kostnader i form av mer informasjonsinnsamling, ulike skatteregimer og reguleringer, kapitalrestriksjoner og kontroll. I tillegg kan det komme kostnader i form av høyere transaksjonskostnader, forvaltningshonorarer og illikviditet. (Craft, 2006)

Internasjonal allokering innebærer dessuten eksponering mot nye risikokilder. For eksempel har valutarisiko vist seg å være signifikant. Denne kan man imidlertid sikre seg mot, for eksempel ved hjelp av opsjoner. Dessuten viser det seg at obligasjoner er mer sensitive til valutarisiko enn aksjer, og valutarisikoen utgjør en liten andel av totalrisikoen til en utenlandsk investering. (Odier og Solnik, 1993)

En annen risiko er at korrelasjonene skal endre seg. Vi vet at finansmarkedene verden over har blitt mer integrert, men spørsmålet er om markedsbevegelsene er blitt mer synkronisert. Studien til Odier og Solnik (1993) viser imidlertid at korrelasjonene mellom markedene ikke har økt, men korrelasjonene ser ut til å øke når markedene er mest volatile. Det siste er uheldig, siden det er i volatile perioder at man trenger diversifisering mest. (Odier og Solnik, 1993)

Poenget med integrerte markeder ble nevnt allerede i artikkelen til Levy og Sarnat (1970). Uten handelsbarrierer ville vi forvente at en optimal portefølje inneholdt alle land. Hvis et land ikke var inkludert ville aksjekursen falle til nivåer hvor det ville bli inkludert i den optimale porteføljen. (Levy og Sarnat, 1970)

4.1.5 Tidshorisonen

En vanlig oppfatning er at risikoen for tap blir lavere med lenger tidsperspektiv, og mange anbefaler investorer å ta mer risiko ved lenger horisont. Kritzman og Rich (1998) har sett nærmere på betydningen tidshorisonen får for allokeringen til risikable aktiva.

Utgangspunktet for artikkelen er Samuelsons bevis fra 1963 om at investorer ikke skulle endre eksponeringen mot risikable aktiva på basis av tidshorisonen. Betingelsene for at tidshorisonen ikke får betydning er at investorene har konstant relativ risikoaversjon, investeringsavkastninger er uavhengige og identisk fordelt og fremtidig formue avhenger bare av investeringsresultater. (Kritzman og Rich, 1998)

Den første betingelsen innebærer at investorene holder samme andel eksponering til risikable aktiva uavhengig av endringer i formue. Den andre betingelsen innebærer at avkastningsprosessen følger det vi kaller en random walk, og den tredje betingelsen innebærer at human kapital og forbruksvaner ikke påvirker fremtidig formue. (Kritzman og Rich, 1998)

Hvilken oppfatning vi har av konseptet risiko avgjør hvilken betydning tidshorisonen vil få for allokeringen. For eksempel vet vi at avkastninger over gjennomsnittet tjener inn avkastninger under gjennomsnittet over lengre tidshorisoner. Sannsynligheten for et tap faller dermed over tid for positivt forventede avkastninger. Hvis risiko er variansen til annualiserte avkastninger, gjør tid at risiko reduseres. Størrelsen på et potensielt tap vil imidlertid øke med tid, noe som også kan være en risiko. (Kritzman og Rich, 1998)

Viljen for en investor til å ta mer risiko over en lenger horisont enn kortere horisont avhenger av investors syn på formuen, målt ved investors nyttefunksjon, og avkastningsprosessen. Kritzman og Rich (1998) viste at hvis aksjene følger en mean-reversion avkastningsprosess, som betyr at avkastninger er tilbakevendende til gjennomsnittet, vil investorer med mer risikoaverse nyttefunksjoner økte forventet nytte med økt horisont. Det motsatte er tilfelle for mindre risikoaverse personer. Historisk er det blitt påvist en mean-reversion trend i aksjer, noe som antyder at horisonten vil kunne få betydning. (Kritzman og Rich, 1998)

Det er derfor grunn til å vente at investorer som har lang horisont på investeringen sin bør allokere mer til risikable investeringer. Dessuten er ikke investeringsmulighetene nødvendigvis konstante over tid, fordi korrelasjonene kan endre seg med tidshorisonten. For eksempel har det vist seg at aksjer reagerer senere på endringer i rentenivået enn obligasjonsavkastninger. Korrelasjonen på kort sikt er dermed annerledes enn på lang sikt. (Hoevenaars mfl, 2008) Siden korrelasjonene er en viktig faktor i optimeringen, vil også dette bidra til at horisonten vil få betydning.

4.1.6 Relevant risiko

Det er flere ulike måter å måle risiko på. Et vanlig risikomål er volatilitet, mens en alternativ måte er asymmetriske risikomål. For eksempel vil investorer ofte være mer interessert i sannsynligheten for at avkastningen faller under et visst nivå, enn selve spredningen i avkastningssvingningene. Relevante risikomål kan da være semivarians, som er kvadrerte avkastningsavvik under forventningsverdien, eller shortfall som er sannsynligheten for at avkastningen faller under et bestemt nivå. Disse alternative risikomålene kan brukes på samme måte som volatilitet til å danne optimale porteføljer. (Harlow, 1991)

Alle disse metodene for å måle risiko fokuserer på sannsynlighetsfordelingen til avkastningene. Disse målene vil ha samme verdi for alle investorer. Et vel så viktig konsept er hva som er relevant risiko for en investor. En evaluering av hvilke risikofaktorer en investor er eksponert mot, vil kunne gjøre det naturlig å ta mer eller mindre risiko, enn det svaret en optimeringsmodell vil gi oss.

For eksempel vil inntekten fra et universitetsfond bare være en av mange inntektskilder for universitetet det skal finansiere. Den relevante risikoen for fondet er da risikoen til alle inntektskildene, ikke bare fondets risiko. Alle inntektskilder inkluderer markedsrisiko som

ikke kan bli diversifisert bort. Siden fondet har mange ulike inntektskilder er ikke-markedsrisiko allerede diversifisert bort. Et slikt fond trenger derfor ikke være like veldiversifisert som en investor der investors formue utgjør hele inntekten. (Black, 1976)

Det er også relevant å ta hensyn til hvem som bærer risikoen i universitetsfondet. I dette tilfellet vil det være alle som har en interesse i universitet, som ansatte, administrasjon og studenter. Igjen vil disse individene ha en liten andel av formuen sin i universitetsfondet, og dermed er behovet for et diversifisert fond liten. Dette betyr likevel ikke at fondet kan ignorere risiko. Fondet må fremdeles få en forventet avkastning som samsvarer med risikonivået den tar på seg. (Black, 1976)

For et pensjonsfond som skal finansiere bedriftens pensjonsforpliktelser, er det aksjonærene i bedriften som bærer risikoen siden forpliktelsene ligger fast. Det gjør at vi har en universitetsfond situasjon, der pensjonsfondet utgjør en liten andel av bedriftens aktiva. Diversifisering er da mindre viktig. Annerledes kan det være for de som er satt til å forvalte fondet, siden en stor andel av inntekten deres kommer fra fondets resultater. (Black, 1976)

Det er derfor viktig med en oppfatning av relevant risiko for porteføljen man optimerer, og særlig viktig er det å vurdere hele eierskapet samlet slik at porteføljens totale risikonivå blir optimalt.

4.1.7 Forvaltning med tanke på forpliktelser

Diskusjonen til nå har basert seg på risiko, avkastning og investors risikotoleranse. Porteføljoptimering etter Markowitz modellen handler om å finne en optimal risikojustert avkastning. Når vi har forpliktelser vi ønsker å møte gjennom sparing, kan det imidlertid være verdt å se nærmere på kansellering av risiko. For eksempel argumenterer Peskin (2001) for at fokus på aktiva/forpliktelser forholdet reduserer kostnader og risiko, og dermed øker effektiviteten til et pensjonssystem.

Offentlige pensjonssystemer er komplekse og dynamiske. En vanlig praksis har vært å separere utbetalingsrettighetene, investeringsfilosofi og finansieringsbeslutning. Dette har økt kostnader og risiko. Målet med et pensjonsfond bør være å finansiere opptjente rettigheter til lavest mulig kostnad. Sparte kostnader og risiko kan oppnås ved å integrere aktiva, forpliktelser og finansiering innen et finansielt rammeverk. (Peskin, 2001)

En modell der man forvalter kapital med tanke på forpliktelser, en aktiva/forpliktelser modell, er blitt introdusert av blant annet Leibowitz (1987), Sharpe (1990) og Leibowitz, Kogelman og Bader (1994). De foreslår alle en modell som avviker fra forventet avkastning – varians modellen til Markowitz. Aktiva/forpliktelser modellen, eller overskuddsmodellen, tar ikke bare hensyn til aktivaavkastning og varianser, men også endringer i pensjonsforpliktelser og forpliktelsesenes kovarians med aktivaavkastninger. (Craft, 2006)

I forventning-variens modellen til Markowitz vil man typisk kombinere aktiva som er negativt, eller mindre positivt, korrelert med hverandre, siden en slik kombinasjon reduserer porteføljerisikoen gjennom diversifisering. I en aktiva/forpliktelse modell derimot vil man inkludere aktiva som har høy korrelasjon med endringer i pensjonsforpliktelsene for å redusere risikoen til overskuddsverdien. Grunnen er at pensjonsplanen er short pensjonsforpliktelser og aktiva som er høyt korrelert med forpliktelsene vil da si å kombinere to negativt korrelerte aktiva. (Craft, 2006)

Peskin (1997) bekrefter empirisk at selskaper kan redusere kostnader og risikoen til pensjonsplanene hvis de følger en slik modell. Chun, Ciochetti og Shilling (2000) utvider modellen til Sharpe (1990) og anvender den for pensjonsplan aktivaallokering som involverer eiendom. De finner at forventet porteføljeallokering til eiendom er mye lavere med en aktiva/forpliktelser modell, enn med en typisk forventning – varians modell. (Craft, 2006)

Allokeringen er imidlertid sensitiv i forhold til om den er overfundet eller underfundet. Et underfundet fond må ta mer risiko for å få høy nok avkastning til å møte forpliktelsene, mens et overfundet kan tillate seg å redusere risikoen. Craft (2006) finner imidlertid at denne effekten ikke var så stor.

Vi har imidlertid eksempler på at fundingen får betydning for allokeringen. En artikkel konkluderer blant annet med at den økte andelen aksjer i amerikanske pensjonsfond på 80 tallet skyldtes underfunding, som gjorde det nødvendig å ta mer risiko og dermed øke aksjeandelen. (Ennis, 1988) Et annet eksempel er da britiske fond var overfundet og holdt en allokering til aksjer på 78%, noe som var langt høyere enn andre sammenlignbare fond. (BLT, 1999) Effekten av overfunding kan dermed både føre til redusert risiko, eller høyere risiko som følge av økt risikotoleranse.

En forvaltningsstrategi med tanke på forpliktelser klarer imidlertid ikke å eliminere risiko helt. Pensjonsforpliktelser avhenger av de historiske og fremtidige lønningene til deltagerne i pensjonsplanen, terminstrukturen til renter, demografi og dødelighetsrater. Markedene er innkomplette siden det ikke er tilgjengelige aktivaklasser som fullt ut hedger forpliktelsene. Det skyldes hovedsakelig inflasjonsavhengigheten til forpliktelsene. For å møte forpliktelsene på lang sikt må derfor fondet ta risiko og tjene en risikopremie. (Hoevenaars mfl, 2008)

I en aktiva/forpliktelser modell er det tre faktorer som vil påvirke optimal mengde aksjeeksponering. For det første vil støy i forpliktelsene ha betydning. Obligasjoner er egnet i porteføljen hvis de ligner på forpliktelsene, men når de ikke gjør det har vi residualrisiko. Da vil økt egenkapital øke avkastning mer enn det øker risikoen, og faktisk vil egenkapitalrisikoen og forpliktelsesstøyen være diversifiserende og dermed bør vi ha med egenkapital i porteføljen. Støy i forpliktelsene består av usikker fremtidig demografi, ytelsesplan, fremtidig lønnsvekst og arbeidsmarked. Mer støy betyr normalt mer egenkapitaleksponering, også på grunn av korrelasjonen mellom reallønnsvekst og realavkastning på egenkapital. I tillegg vil andelen pensjonister i forhold til pensjonssparere påvirke, siden pensjonister representerer en mer sikker forpliktelse. (Peskin, 2001)

4.2 Aktiv forvaltning: taktisk allokering og seleksjon

I tillegg til strategisk allokering kan en forvalter oppnå avkastning ved taktisk allokering og seleksjon. Taktisk allokering er en strategi der en over- og undervektet allokering til de ulike aktivaklassene basert på markedssyn. Seleksjon er den aktive forvaltningen innen hver aktivaklasse, der enkeltaktiva over- og undervektes i forhold til index basert på forvalters analyse av hvilke enkeltaktiva som er feilpriset i markedet.

Vi har til nå sett på ulike faktorer som vil ha betydning for den strategiske allokeringen mellom ulike aktivaklasser i en portefølje. Det er ulike syn blant forskere om den relative betydningen av de tre avkastningskomponentene. Mange forskere, og kapitalforvaltere, hevder strategisk allokering står for over 90% av avkastningsforskjeller mellom fond. Hvor mye strategisk allokering betyr for avkastningen til en portefølje, vil ha implikasjoner for gevinsten ved aktiv forvaltning (seleksjon og taktisk allokering) og gir samtidig en indikasjon på hva som bør vektlegges mest i utformingen av en portefølje.

Utgangspunktet for diskusjonen rundt strategisk allokeringens betydning er artikkelen til Brinson, Hood og Beebower (1986). De undersøkte data fra 91 store amerikanske pensjonsfond i perioden 1974-83, og brukte attribusjonsanalyse til å bestemme hvor mye av avkastningen som ble bestemt av strategisk allokering, taktisk allokering og seleksjon. Studien fant at strategisk allokering i gjennomsnitt forklarte 93,6% av variasjonen i et fonds totalavkastning over tid. (BHB, 1986)

Dette forsøket ble gjentatt senere, i en artikkel av Brinson, Singer og Beebower (1991). Studien fant da at strategisk allokering i gjennomsnitt forklarte 91,5% av variansen i totalavkastningen til et fond over tid.

Til tross for at de to studiene bare så på variansen til totalavkastningene over tid for et fond, ble resultatene ofte tolket som at strategisk allokering forklarte det mest av avkastningsforskjeller mellom fond og avkastningsnivået til et fond. Ibbotson og Kaplan (2000) gjorde derfor en ny studie for å besvare tre spørsmål: hvor mye forklarer strategisk allokering av variansen i avkastningen til et fond over tid, hvor mye av variasjonen i avkastning mellom fond er forklart av forskjeller i allokering og hvor stor andel av avkastningsnivået er forklart av allokeringen?

Ved å se på 94 mutual funds og 58 pensjonsfond, fant de at 90% av variansen til et fonds totalavkastning over tid er forklart av strategisk allokering, 40% av variasjonen i avkastning mellom fond er forklart av forskjeller i allokering, mens mer enn 100% av avkastningsnivået til et fond er forklart av allokeringen.

Svaret på det siste spørsmålet er ikke så overraskende, siden det impliserer at et fond i gjennomsnitt ikke kan slå markedet. Artikkelen påpeker imidlertid at taktisk allokering og seleksjon ikke nødvendigvis er verdiløst, siden de beste fondene har klart å skape en meravkastning i forhold til markedet over tid. Aktiv forvaltning kan derfor potensielt skape en merverdi, og jeg vil derfor kort diskutere mulige strategier.

4.2.1 Aktive forvaltningsstrategier

Med aktiv forvaltning mener vi her strategier for å oppnå avkastning ved å avvike fra den strategiske allokeringen. Dette må ikke forveksles med aktivt eierskap, som innebærer at en stor eier i en bedrift bruker eiermekanismer til å utvikle selskapet for å oppnå høyere avkastning. Aktivt eierskap vil vi for eksempel finne i private equity fond, der de i tillegg til

å kjøpe enkeltelskaper med potensial for høy avkastning, påvirker selskapets strategier og organisering for å oppnå høyere avkastning. Aktiv forvaltning derimot, bruker kun allokering av kapital til å søke høyere avkastning enn markedet.

En porteføljeforvalter har hovedsakelig to metoder for å oppnå bedre avkastning enn det aktivklassenes indeksavkastning tilsier. Den første metoden er å overvekte enkeltaktiva som er forventet å prestere bedre enn benchmark og undervekte enkeltaktiva man tror vil prestere dårligere. Dette kaller vi seleksjon. Den andre metoden er å endre eksponeringen mot en benchmarkavkastning uten å endre porteføljestrukturen. Dette kaller vi timing, eller taktisk allokering. (Ammann mfl. 2006)

4.2.2 Er det lønnsomt?

En studie av Blake mfl. (1999) har sett på lønnsomheten til aktiv forvaltning, ved å undersøke mer enn 300 britiske pensjonsfond. Det kan være vanskelig å skille effektene av aktiv forvaltning og strategisk allokering, siden en stor positiv avkastning vil øke allokeringen til aktivklassen uten at det skjer en rebalansering. For å skille effektene har de definert passiv forvaltning som endrede porteføljevækt ved reinvestering av inntekt i samme aktivklasse og netto innstrømming i fondet i henhold til ex post allokeringen. Endret kontantstrøm mellom aktivklasser definerer de som aktiv forvaltning. (Blake mfl, 1999)

Resultatene fra studien viser en liten negativ avkastning fra aktiv forvaltning i gjennomsnitt, selv om det er noe variasjon i seleksjonskomponenten. Samtidig poengterer studien at det er vanskelig å si noe om den relative betydningen av strategisk allokering, seleksjon og timing fordi britiske forvaltere driver lite med aktiv forvaltning. Ut fra studien ville imidlertid de fleste vært bedre stilt om de hadde anvendt den strategiske allokeringen i passive index fond. (Blake mfl, 1999)

Dette resultatet samsvarer med hva vi skulle forvente ut fra teorien om effisiente markeder. Når aksje- og obligasjonsmarkedene er ekstremt effisiente, ville forventet gevinst fra handel som prøver å gjøre det bedre enn markedsbevegelsene, ikke overgå kostnadene forbundet med slike strategier. Det meste av empiriske studier fastslår denne sammenhengen. (Black, 1976)

På den annen side har man effisiensparadokset, som innebærer at hvis ingen bruker aktive strategier for å utnytte mulige feilprisinger i markedet ville ikke markedet vært effisient.

Dette samsvarer med resultatet om at de beste fondene klarte å skape en merverdi ved aktiv forvaltning. Når noen tjener på denne type strategier, innebærer effisiente markeder at noen per definisjon på tape. Dermed har vi et nullsum spill, og i gjennomsnitt vil ikke et fond klare å slå markedet.

4.3 Forvaltningen av Norges finansformue

Vi har til nå sett hvordan Norge har investert historisk, sammenlignet dette med tilsvarende store kapitalforvaltere og sett hva teorien sier om optimale investeringsporteføljer. I denne delen vil vi bruke innsikten fra dette til å foreslå endringer for å få en mer optimal portefølje. Sammenlignbare fond vil indikere hvilken allokering som kan være optimal, og et interessant spørsmål er om det er grunn for Norge til å avvike fra en slik allokering. Teoriene vi har sett på, vil gi mulige svar på dette.

Det tekniske, nemlig beregningen av en optimal portefølje for Norge, vil jeg utelate i denne oppgaven. For det første vil teorien og empirien gi oss innsikt i hvilke områder det er naturlig for Norge å avvike fra sammenlignbare fond. Dessuten vil avkastningsforventninger, risikoforhold og korrelasjoner kunne endre seg, og nye aktivaklasser vil kunne oppstå. Det interessante er derfor ikke det tekniske, men hva vi bør ta hensyn til.

Hvordan andre fond har forvaltet kapital er her en viktig benchmark. Denne måten å komme frem til en allokering på har begrensninger. Å sammenligne med andre fond kan derfor ikke være eneste, heller ikke den primære, basis for å komme frem til den optimale aktivaallokeringen. Dataene gir imidlertid beslutningstakeren ytterligere perspektiv ved å se hvordan andre har vektet komplekse kvantitative og kvalitative betraktninger som ligger under disse typer beslutninger. (Ennis mfl, 2005)

4.3.1 Formålet med kapitalforvaltningen

Den optimale porteføljen for Norge vil avhenge av formålet med sparingen. Formålet vil fortelle oss noe om hvilken tidshorisont vi legger til grunn for investeringen, hvilke likviditetsbehov vi har, hvem som bærer risikoen og hva som er relevant risiko. Vi har sett at alle disse faktorene får betydning for optimal allokering. Betydningene av klare mål er spesielt viktig i selskapene vi har store eierandeler i. Dette diskuterer jeg nærmere i neste kapittel.

De sammenlignbare fondene vi har sett på, har alle klart definerte formål med kapitalforvaltningen. Pensjonsfondene har som mål å dekke fremtidige pensjonsforpliktelser, universitetsfondene skal bidra til å finansiere driften av universitetet og statlige fond søker høyest mulig avkastning for å finansiere fremtidige velferdsforpliktelser.

Målet med det statlige eierskapet i Norge er mer uklart. For eksempel er de strategiske investeringene begrunnet med behov for en nasjonal forankring av viktige selskaper, sikre kontroll med inntekter fra våre naturressurser og ivareta andre politiske mål. Dessuten har vi to store fond i henholdsvis Statens pensjonsfond Norge og Statens pensjonsfond utland. Formålet med disse fondene er nødvendigvis å finansiere fremtidige pensjonsforpliktelser. I Stortingsmelding nummer 16 (2007-2008) heter det imidlertid at fondene skal være instrument for generell statlig sparing, og i motsetning til tradisjonelle pensjonsfond ikke være øremerket til særskilte forpliktelser.

En stat vil naturligvis ha mange formål med sparing. Begrunnelsen for å ha et statlig eierskap i Norge, er at staten sitter med eierrettighetene til naturressursene og velferdsforpliktelsene. Dette utgangspunktet gir oss to overordnede formål med eierskapet. For det første bør vi forvalte formuen så den kommer alle innbyggerne til gode, siden naturressursene tilhører fellesskapet. Dessuten bør kapitalforvaltningen finansiere forpliktelsene til en lavest mulig kostnad og risiko.

Denne oppgaven ser på forvaltningen av hele det statlige eierskapet i Norge, og ikke bare enkeltdele. Et vanlig utgangspunkt er imidlertid å vurdere forvaltningen av de ulike delene separat. En slik fremgangsmåte gjør at flere deler kan forvaltes med tanke på samme formål, og det kan bli vanskelig å vite hvilke krav vi skal stille til forvaltningen.

For eksempel har vi sett hvordan en aktiva/forpliktelser modell kan forbedre risikoen og kostnaden, i forhold til en tradisjonell allokeringmodell. Når pensjonsfondene våre ikke har som formål å dekke bestemte forpliktelser, blir systemet mindre transparent. For det første vil ikke rapporteringen av fondets resultater fokusere på forholdet mellom størrelsen på aktivaene og forpliktelsene. Det gir forvalterne av fondet incentiver til å velge en allokering som optimaliserer deres egne mål, siden de ikke blir målt på evnen til å møte forpliktelser. Samtidig mister vi verdifull informasjon som for eksempel behovet for å øke sparingen hvis vi har for lav formue i forhold til forpliktelser, behovet for å ta mer eller mindre risiko, endre

allokeringen for å optimere differansen mellom aktiva og forpliktelser, eller kanskje det er behov for å legge om pensjonssystemet for å gjøre det mer bærekraftig.

Tilsvarende vil målene regjeringen ha for de strategiske investeringene være viktig. Klare mål, og rapportering med tanke på målene vil gjøre oss i stand til å bedre vurdere om risikoen og kostnaden sammenlignet med alternative måter å nå målene på, gjør at vi har valgt en optimal løsning.

I dag er ikke allokeringen til de ulike delene av porteføljen vår bestemt av forventinger om risiko, avkastning og finansieringsbehov. For eksempel blir sparingen i pensjonsfondet bestemt av inntektsstrømmer fra petroleumsvirksomheten, strategiske investeringer blir gjennomført for å nå politiske mål og allokeringen til private equity skjer for å øke markedet for risikokapital. Resultatet blir at totalporteføljen ikke er optimal for å nå de overordnede målene.

Norge bør derfor gjennomgå målene og kravene til de ulike delene av finansformuen. Dette vil også gjøre forvaltningen vår mer sammenlignbare med andre fond, og gjøre det lettere å vurdere om forvaltningen vår er god.

4.3.2 Risikonivå

Formålet med forvaltningen vil legge premisser for hvor mye risiko vi er nødt til å ta. For eksempel vil forpliktelsene gjøre det naturlig å eksponere oss mot visse typer risikable aktiva. I tillegg vil de strategiske investeringene ha bedriftsspesifikk risiko som staten ikke nødvendigvis vil kunne kontrollere. Samtidig kan totalrisikoen til porteføljen kontrolleres ved å diversifisere bort deler av risikoen vi pådrar oss. Deler av formuen vil også være generell sparing, med tanke på å oppnå høyest mulig avkastning. Det er derfor relevant å diskutere hvor mye risiko det er ønskelig å ta.

Fra sammenligningen med andre fond så vi at Norge historisk har oppnådd en lavere avkastning. Vi vet at risiko og avkastning henger sammen. Årsakene til den lave avkastningen kan derfor være at vi har tatt for lite risiko ved å allokere for lite til risikable aktiva. For eksempel har Statens pensjonsfond utland hatt et årlig standardavvik for hele porteføljen på 15,34% siste år, 10,08% de siste tre år, 8,37% siste 5 år og 7,21% siste 10. Statens pensjonsfond Norge har hatt et standardavvik på 20,5% siste år, 13,3% siste tre år, 10,9% siste fem år og 8,1% siste 10 år.

2008 var et svært usikkert år, både i aksje- og obligasjonsmarkedet. Til tross for dette var ikke risikoen i pensjonsfondene høyere enn man kan forvente i normalår. Over en lengre tidsperiode har vi tatt vesentlig lavere risiko enn aksjemarkedene. Det er grunn til å forvente at dette øker med økt aksjeandel i fondene. Aktivaklassen norske aksjer har for eksempel vært svært risikabel med et standardavvik på over 20% siste 10 år i Statens pensjonsfond Norge.

Samtidig påpeker regjeringen at ”med utsikter til fortsatt store petroleumsinntekter og en ansvarlig finanspolitikk der en begrenser fondets utgifter til forventet realavkastning av Statens pensjonsfond – Utland på lang sikt, vil fondet ha en svært lang investeringshorisont. Videre er kapitalen i fondet basert på løpendeinntekter fra petroleumsvirksomheten, og staten foretar ikke låneopptak for å tilføre fondet kapital. Fondet står i liten grad overfor kortsiktige likviditetskrav. I utgangspunktet vil fondet derfor ha en høyere risikobærende evne enn andre fond det er naturlig å sammenlikne seg med.” (St. mld. 16, 2007-2008) På bakgrunn av dette tåler vi høyere risiko enn vi tar i dag.

Et mulig syn på hvor mye risiko vi bør ta, er å ta hensyn til at politikerne forvalter finansformuen på vegne av velgerne. For å finne et passende risikonivå kan vi derfor se hvordan norske husholdninger velger å plassere sparekapitalen sin. Hvordan vi har valgt å sette sammen spareporteføljene våre kan avsløre risikopreferansene vi har.

Aggregert sparing i norske husholdninger viser 30% i bankinnskudd, 34% til fast eiendom, 22% i aksjer, 5% i aksjefond og 1,75% i utlandet. Resten var plassert i innbo og annet løstøret. (SSB) At så mye er plassert i eiendom er ikke overraskende siden skattereglene favoriserer eie av egen bolig. Med begrenset formue vil dessuten mange prioritere å eie egen bolig før de investerer i noe annet.

At så mye som 30% er i bankinnskudd kan indikere at nordmenn er svært risikoaverse, og at staten følgelig bør velge en lav risikoprofil på porteføljen. Det er flere forhold som gjør det naturlig for staten å avvike fra velgernes preferanser. For det første vil nordmenn sin sparing bære preg av at de sparer for seg selv, og i mindre grad for kommende generasjoner. For det andre er det grunn til å tro at nordmenn har sterkere likviditetspreferanser siden så stor del er i eiendom. Investeringene i fast eiendom er som regel egen bolig, og følgelig lite likvid. Dette øker behovet for likvide plasseringer. I tillegg er den store allokeringen til eiendom risikabel, noe som gjør at de som enkeltindivider har mindre evne til å bære risiko. Rent

praktisk vil det også være vanskelig for staten å ha en tilsvarende lav andel i utenlandske aktiva.

Hvilket formål vi har med sparingen vil også avgjøre hvor stor risiko vi kan tillate. Hvis formålet med sparingen er et evighetsfond som skal komme alle innbyggere til gode, vil den eneste reelle risikoen vi påtar oss være konkursrisiko og likviditetsrisiko. Er målet med sparingen å møte bestemte forpliktelser vil imidlertid volatiliteten ha betydning, siden et stort fall i porteføljen samtidig med forfall på forpliktelsene vil få konsekvenser for evnen til å møte disse. I tillegg kan dagens verdi av porteføljen avvike fra nåverdien til forpliktelsene. Viser det seg at formuen er mindre enn forpliktelsene (underfinansiert), vil vi måtte øke risikoen for å få høyere avkastning. Igjen er det derfor nødvendig med klare mål for forvaltningen, noe som vil sette premisser for hvilke risikofaktorer som er relevante og hvor mye risiko vi kan tillate.

4.3.3 Statens pensjonsfond

Folketrygdens pensjonsforpliktelser er beregnet til 4552 milliarder ved utgangen av 2008. Til sammenligning var samlet verdi av de to pensjonsfondene knappe 2200 milliarder. Vi er derfor kraftig underfundet i forhold til forpliktelsene våre.

Tabell 4.1: Forpliktelser i folketrygden				
	2006	2007	2008	2009
Folketrygdens forpliktelser til alderspensjoner	3 874	3 952	4 251	4 573
Tall i milliarder norske kroner.				
Kilde: Nasjonalbudsjettet 2006-2009.				

Underfinansieringen er ikke nødvendigvis et problem, siden pensjonsfondet ikke er øremerket til særskilte forpliktelser. Dessuten er sparingen i fondet fortsatt høy, siden løpende inntekter fra statens petroleumsvirksomhet blir satt inn i fondet. Et statlig pensjonsfond har dessuten flere virkemidler for å møte forpliktelsene, enn et privat pensjonsfond vil ha. For eksempel kan forpliktelsene reduseres ved at staten endrer på systemet. Dessuten kan skatteinntektene økes, og staten har annen formue den kan bruke av.

Selv om dette gir oss større fleksibilitet, er det et problem at formålet med fondet ikke er klarere definert. Vi har sett hvordan en aktiva/forpliktelser modell kan bidra til å redusere kostnadene og risikoen i et pensjonsfond. En slik modell ville også Norge hatt nytte av.

For å få en mer optimal pensjonssparing bør derfor en andel av finansformuen settes i et fond, der eneste formål er å møte pensjonsforpliktelsene. Allokeringen i dette fondet vil fokusere på å redusere risikoen for ikke å møte forpliktelsene. Samtidig vil et klart definert pensjonsmål gjøre det lettere å vurdere forvaltningen av fondet og risikoen i fondet, i tillegg til å gjøre pensjonssystemet mer transparent.

En slik modell for statens pensjonsfond vil dessuten gi verdifull informasjon om hvor bærekraftig pensjonssystemet vårt er. Dessuten vil det skape en større forståelse for innbyggerne hvorfor vi i dag ikke kan bruke mer av vår tilsynelatende store formue. At det ikke fokuseres mer på forholdet mellom forpliktelser og aktiva gjør det mindre synlig hva nettoformuen vår er.

4.3.4 Direkte investeringer

Allokeringen til direkte investeringer utgjorde rundt 20% av totalporteføljen til Norge ved utgangen av 2008. Selv om dette er en betydelig nedgang fra andelen på 50% i 1996, er det en betydelig andel av porteføljen, og ingen av de andre fondene har investert i denne aktivaklassen.

Nå er det på sin plass å poengtere at direkte investeringer ikke i seg selv er en aktivaklasse. For det første er det egenkapitalplasseringer, og kunne dermed hørt hjemme i aktivaklassen aksjer innland. Denne klassifiseringen ville gjort at Norge hadde ca 60% plassert i aksjer, hvorav 25% var i aksjer innland. Disse tallene er mer sammenlignbare med det vi observerte i sammenlignbare fond.

De direkte investeringene har dessuten mye til felles med aktivaklassen private equity, som innebærer store eierandeler i enkeltstående selskaper der man gjennom aktivt eierskap prøver å utvikle selskapene. Et slikt syn på de direkte investeringene ville gjort private equity allokeringen vår mer sammenlignbar med andre fond.

Når jeg har valgt å skille ut direkte investeringer i porteføljen er det nettopp for å få frem avviket mellom disse investeringene og aktivaklassene de kunne tilhørt. Hvordan vi klassifiserer de direkte investeringene har betydning for allokeringen, og hvilke forvaltningsstrategier vi skal forfølge.

Hvis vi velger å se på de direkte investeringene som aksjeinvesteringer vil vi være overvektet mot innenlandske aksjer, og vi tar derfor unødvendig høy risiko i forhold til

diversifiseringsmulighetene som ligger i internasjonale investeringer. Samtidig har vi mye høyere eierandeler i enkeltelskapene, enn det som vil være forenlig med diversifisering i aktivaklassen innenlandske aksjer.

Velger vi å se på de direkte investeringene som private equity har vi en annen utfordring. Da bør selskapene tas av børs, gjeldsandelen i selskapene økes og staten må bli langt mer aktiv i å utvikle selskapene. Samtidig, som vi vil se under diskusjonen av private equity, vil andelen være for høy og bør derfor reduseres.

De direkte investeringene er spesielle, fordi investeringene ikke er gjort med avkastning som hovedmål. Statens mål med eierskapet er en nasjonal forankring av viktige selskaper, sikre kontroll med inntekter fra våre naturressurser og ivareta andre politiske mål.

Disse målene kan imidlertid oppnås på andre måter enn gjennom eierskap. For eksempel kan kontroll med inntekter fra naturressursene gjøres gjennom skattesystemet og reguleringer. Videre kan andre politiske mål ivaretas gjennom statlige innkjøp fra private selskaper og reguleringer.

Utenlandske eiere kan dessuten være positivt for bedrifter. For eksempel viser Grünfeld og Jakobsen (2006) at utenlandske eiere tvert imot skaper større verdier i selskaper som blir oppkjøpt. De henviste dessuten til en studie av Rusten, Kvinge og Jakobsen (1999) som ikke fant betydelige forskjeller i utviklingen av hovedkontorfunksjoner mellom bedrifter med rene nasjonale oppkjøp og utenlandske oppkjøp.

Siden eierskap ikke er eneste måte å oppnå de politiske målene på, er det derfor viktig å få frem kostnadene ved å velge eierskap som verktøy. Disse kostnadene bør sammenlignes med kostnadene ved alternative metoder for å nå de politiske målene.

Kostnadene ved å ha store eierandeler i enkeltbedrifter er høyere risiko som følge av lavere diversifisering og som vi skal se i neste kapittel, lavere avkastning fordi staten er dominerende og passiv eier. Tap av diversifisering ikke antakelig ikke så stor kostnad for Norge, siden vi har en betydelig andel investert ute og studier viser at kun 10 bedrifter holder for å fange opp diversifiseringsgevinsten. Det er også verdt å poengtere den gode avkastningen som er oppnådd i de direkte investeringene (se tabell 2.2).

Samtidig er det viktig å være klar over at disse kostnadene kan reduseres ved å forvalte eierskapet på en annen måte enn i dag. For det første kan vi investere resten av formuen vår

ute eller i andre norske selskaper. For eksempel gir det lite mening at Statens pensjonsfond Norge eier mange av de samme selskapene som Norge er direkte investert i. For det andre kan eierskapet organiseres på en slik måte at problemene med statlig eierskap og avkastning reduseres. Det andre vil være tema for siste del av oppgaven.

4.3.5 Private equity

Allokeringen til private equity er svært lav sammenlignet med andre store fond. For eksempel har de andre fondene vi har sett på andeler fra 4-18%.

Det karakteristiske for denne aktivaklassen er asymmetrisk informasjon, og dermed ineffisiente markeder, høyere kostnader, volatile og illikvide aktiva. De beste private equity fondene har demonstrert god avkastning over en lang periode. Dessuten er det vanskelig for andre å kopiere strategiene, siden avkastningen fra et oppkjøp selskap kun tilfaller fondet som kjøpte selskapet. På den annen side kan avkastningsmulighetene innen private equity gjøre at markedet for oppkjøpskandidater blir mer effektivt, slik at avkastningen normaliserer seg.

Empiriske studier har vist at anbefalt allokering til private equity bør være maksimalt 10%, og det forutsetter profesjonelle investorer med høy risikotoleranse. Som vi allerede har vært inne på tåler Norge større risiko og illikviditet, noe som gjør private equity egnet for porteføljen. Tatt i betraktning at Norge allerede har en høy aksjeandel i totalporteføljen, og en stor andel strategiske investeringer som i alle fall i en viss grad samvarierer med private equity, bør ikke allokeringen øke til 10% eller høyere. Kanskje kan opp til 4%, som er den andelen Alaska har plassert til private equity, være passende.

4.3.6 Alternative investeringer

I denne aktivaklassen ligger blant annet råvarer, infrastruktur, eiendom og private equity. Private equity har vi allerede vurdert som en aktivaklasse vi bør øke allokeringen til, men også andre alternative investeringer kan være interessante.

I Norges finansportefølje er det begrenset allokering til realaktiva. Til sammenligning hadde ABP rundt 16% i realaktiva, Yale 27%, Harvard 25%, Calpers rundt 10% og Alaska 2%. Empirisk studier indikerer at opptil 16% allokering bare til eiendom kan være optimalt.

Når det gjelder alternative investeringer må vi imidlertid ta hensyn til hvilke andre risikofaktorer vi er eksponert mot. For eksempel sitter vi på en betydelig andel råvarer i form av naturressurser. I tillegg har staten en stor eiendomsportefølje, og de norske velgerne er allerede betydelig eksponert mot eiendom. Det er derfor mange grunner til at Norge her bør avvike fra sammenlignbare fond, og ikke investere i andre alternative investeringer.

Tabell 4.2: Statens andel av petroleumsformuen				
	2006	2007	2008	2009
Statens andel av totalformuen i petroleumsvirksomheten	3 710	3 660	3 210	4 735
Verdien er estimert som nåverdien av fremtidige kontantstrømmer fra petroleumsvirksomheten, fra starten av året. Tall i milliarder norske kroner.				
Kilde: Nasjonalbudsjettet 2006-2009.				

Tabell 4.2 viser et anslag på verdien av petroleumsressursene vi ennå ikke har utvunnet. Når vi vet at samlet verdi på statens finansportefølje var 2 877 milliarder, er det liten tvil om hvor eksponert vi er mot prisutviklingen på råvarer.

Råvarer kan være svært risikabelt. Et illustrerende eksempel er ABP sine resultater. I 2007 oppnådde de en avkastning på 31% på investeringene i råvarer, 29,4% på private equity og 21% på infrastruktur. Til sammenligning var avkastningen på hele investeringsporteføljen 3,8%. I år 2008 snudde situasjonen seg, og de oppnådde en negativ avkastning på 46,2% ved å investere i råvarer. (ABP, 2009) Når vi da er så eksponert mot råvarer utenfor finansporteføljen, er det liten grunn til å investere ytterligere i denne typen aktiva.

Faktisk er naturressursene en så stor del av verdiene til Norge, at man kan diskutere hvorvidt vi burde shorte realaktiva for å redusere totalrisikoen. For eksempel kunne dette gjennomføres ved å auksjonere bort utvinningsrettighetene vi eier, og vi å selge oss ned i StatoilHydro. Jeg vil ikke utdype dette alternativet i denne oppgaven, men vil fraråde allokering til de fleste alternative aktivaklasser.

Når det gjelder eiendom har vi dessuten sett at en aktiva/forpliktelsesmodell vil inneholde lavere allokering til denne aktivaklassen.

Samtidig vil vi også være short enkelte realaktiva, for eksempel infrastruktur. Kanskje kan vi oppnå en viss risikoreduisering ved å ha noe infrastruktur i porteføljen vår. Alaska har for eksempel allokert 2% til investeringer i infrastruktur, og kanskje kan det være fornuftig for Norge med en lignende strategi.

4.3.7 Aktiv forvaltning

Både teoretisk og empirisk er det liten støtte for at aktiv forvaltning lønner seg. Dessuten er det store kostnader forbundet med å forvalte en så kompleks og stor formue som Norge har. Det er derfor tvilsomt om det vil være verdt å drive med aktiv forvaltning, og innsatsen bør heller konsentreres om en optimal sammensetning av porteføljen.

4.3.8 Oppsummering og forslag til forbedringer

Norge kan optimalisere porteføljen betydelig ved å vurdere hele formuen samlet. I dag er en betydelig andel av formuen allokert til strategiske investeringer i Norge, uten at andre deler av porteføljen forsøker å diversifisere bort denne risikoen. Å optimalisere totalporteføljen vil derfor gi diversifiseringsgevinster, og gjør det lettere å vurdere resultatene av forvaltningen.

I tillegg bør hvert område av finansformuen få sitt klart definerte mål, for å bedre kunne innrette forvaltningen med tanke på formålet og samtidig gjøre det lettere å vurdere om forvaltningen er god. Det vil også gjøre systemet mer transparent, og gjøre det lettere for risikobærerne å tilpasse seg.

Klarere formål med forvaltningen, vil særlig være gunstig for pensjonsfondene, hvor det vil kunne være naturlig å legge om allokeringen med tanke på forpliktelsene. For de strategiske investeringene vil klarere mål, gjøre det lettere å vurdere kostnadene ved måloppnåelsen.

Gevinstpotensialet ved å allokere en større andel til alternative investeringer vil være mindre for Norge, enn for sammenlignbare fond, fordi landet som helhet allerede er eksponert mot risikofaktorene til alternative investeringer.

Til slutt er det verdt å påpeke studiene på effekter av internasjonal allokering. Selv om dette ikke var et vesentlig poeng i diskusjonen vil det være viktig at Norge fortsatt har en stor andel allokert i internasjonale aktiva. Grunnen er at vi er et lite land, som er svært eksponert mot råvarer. Dessuten er det innenlandske markedet for lite til å kunne absorbere hele den finansielle formuen.

5. Organisering av det statlige eierskapet

Vi har nå sett på faktorer som bestemmer sammensetningen av porteføljen. Det sentrale er å kombinere aktiva som minimerer risikoen gjennom diversifisering, og samtidig tilbyr attraktive avkastningsmuligheter. Vi har også diskutert aktiv forvaltning, men konkludert med at det gir lite verdi. Å sette sammen porteføljen er likevel ikke hele bildet. Eierskap har betydning for den totale verdiskapningen, og organiseringen er en viktig del av forvaltning. God organisering av eierskapet har både betydning for forvaltningen av de direkte selskapene, men som vi skal se også i forvaltningen av fondene våre.

5.1 Hva betyr eierskap?

Utgangspunktet for å diskutere organisering av det statlige eierskapet, er at eierskap betyr noe. Hvis eierskap ikke har betydning for bedriftens markedsverdi, vil ikke organiseringen skape merverdi. I et slikt tilfelle vil målet være å minimere kostnadene knyttet til organiseringen. Flere studier har sett på sammenhengen mellom eierstruktur, eiertype og lønnsomhet.

Ehrlich mfl (1994) ser på data fra 23 internasjonale flyselskaper 1973 – 1983, for å undersøke sammenhengen mellom produktivitetsutviklingen, eller kostnadsreduksjon, og eier. Studien finner at produktivitetsutviklingen i heleide statsbedrifter og bedrifter der staten er majoritets-eier, er svakere enn i helt privateide bedrifter. Samtidig finner studien at delprivatisering kun vil ha marginal effekt på produktiviteten. For å oppnå bedre produktivitet bør et selskap derfor privatiseres helt. (Ehrlich mfl, 1994)

Megginson mfl. (1994) har sett nærmere på effekten av privatisering. Ved å sammenligne finansielle forholdstall og driftsresultater for 61 bedrifter fra 32 ulike bransjer i 18 land, før og etter privatiseringen, finner de sterke forbedringer i overskudd, omsetning og kapitalutnyttelse. Et annet funn var økt sysselsetting og redusert gjeldsgrad. (Megginson mfl, 1994)

En studie av Thomsen og Pedersen (2000) har sett på sammenhengen mellom eierkonsentrasjon og økonomiske resultater i 435 av de største europeiske bedriftene.

Studien kontrollerer for faktorene næring, kapitalstruktur og nasjonalitet, og finner en positiv effekt mellom eierkonsentrasjon og aksjeverdi (målt ved P/B)¹ og lønnsomhet (målt ved ROA). Et annet interessant funn i studien er at betydningen av eierens identitet ser ut til å være like viktig som eierkonsentrasjonen. Ved å se på ulike eiertyper finner de at institusjonelt eierskap er assosiert med høy P/B, mens en negativ premie ble funnet for selskaper der største eier var en familie, et annet selskap eller en stat. Når største eier er en stat, var det i tillegg signifikant negativ effekt på ROA. (Thomsen og Pedersen, 2000)

Bøhren og Ødegaard (2004) skiller mellom utside og innside eiere, for å finne ut hvilken betydning eierstrukturen har på bedriftens resultater. Utside eiere er det vi kan kalle passive eiere, som ikke deltar i bedriftens styre eller ledelse, mens en innside eier er en del av styret eller ledelsen. Ved å se på ikke-finansielle selskaper notert på Oslo Børs i perioden 1989 til 1997, finner de at store utside eiere reduserer markedsverdi, innside eiere skaper verdi unntagen ved store eierandeler, direkte eierskap er bedre enn indirekte, små styrever er bedre enn store, og bedrifter med to aksjeklasser taper markedsverdi. (Bøhren og Ødegaard, 2004)

Disse utvalgte studiene bekrefter at eierstruktur og eiertype har betydning for selskapets verdi. Hvordan vi organiserer eierskapet vil derfor kunne påvirke avkastningen vi får. For å få en bedre forståelse av hvordan eierskapet bør organiseres, er det verdt å se på hvorfor eierskap har betydning.

5.2 Hvorfor betyr eierskap noe?

Det er flere mulige årsaker til at eierskap påvirker bedriftens verdi. For eksempel kan ulike eiere ha ulike målsettinger med eierskapet, og bedrifter kan derfor maksimere eiernes verdi ved å fokusere på andre mål enn rent finansielle. At resultatet blir lavere aksjeverdi betyr ikke nødvendigvis at eieren har gjort bedriften dårligere drevet, men at bedriften som investeringsobjekt kun passer for eiere som ønsker målene bedriften prøver å maksimere.

Et annet syn er at eierne kan tilføre bedriftene noe mer enn kapital. For eksempel identifiserer Grünfeld og Jakobsen (2006) fire verdiskapende eierroller. Den første rollen er

¹ I utgangspunktet er det ikke overraskende at P/B blir lavere med en dominerende eier, siden en dominerende eier i seg selv fører til mindre likviditet i aksjen og gjør aksjen mindre attraktiv for andre aksjonærer. P/B forteller derfor ikke nødvendigvis om ledelsen gjør en god jobb med å maksimere verdier gjennom å ha høy lønnsomhet.

å tilføre kapital til bedrifter og investeringsprosjekter. Dette kaller de drivstoffrollen. Den andre rollen er seleksjon, som innebærer investerings- og avhendingsbeslutninger som gjør at kapital flyter fra ulønnsomme til lønnsomme områder. Dessuten må eierne overvåke ledelsen, for å sørge for at de maksimerer selskapets verdi. Dette kaller de styringsrollen. Til slutt kan eierne tilføre bedriftene komplementære ressurser gjennom kompetanse, relasjoner og andre ressurser. (Grünfeld og Jakobsen, 2006)

Eiernes rolle, og eierstrukturen, kan også få betydning for verdiskapingen på grunn av ulik informasjon. Siden ulike interessenter i en bedrift besitter ulik informasjon, vil det kunne være vanskelig å styre bedriften effektivt. Corporate governance strukturer skal bidra til å redusere problemer som oppstår ved informasjonsasymmetri.

Et selskaps corporate governance-system er definert som summen av de beskrankninger selskapets interne organisasjon og eksterne kapitalmarked, samt rettsystemet, legger på muligheten for selskapets insidere til å beslaglegge verdier fra minoritetsaksjonærene. (Eckbo, 2006)

Corporate governance får betydning i en organisasjon når to tilstander er tilstede. For det første er det et agentproblem, eller en interessekonflikt, som involverer medlemmer i organisasjonen. For det andre gjør transaksjonskostnader at agentproblemet ikke kan løses gjennom en kontrakt. Uten et agent problem kunne alle individer i organisasjonen bli instruert til å maksimere et mål, og det ville ikke vært behov for governance strukturer. Samtidig kan klassiske prinsipal agent problemer løses gjennom en kontrakt. Ved transaksjonskostnader er ikke fullstendige kontrakter mulig, og dermed har vi et behov for corporate governance strukturer. (Hart, 1995)

Et typisk trekk ved børsnoterte selskaper er mange eiere med små eierandeler. Siden de er mange og små, oppstår det en separasjon av eierskap og kontroll ved at aksjonærene overlater styringen av bedriften til et styre. Bedriftens styre overlater igjen den daglige driften til en ledelse. På grunn av mange, men små aksjonærer, er det få eller ingen incentiver til å overvåke ledelsen. Årsaken er et freerider problem, fordi overvåking av en aksjonær vil gi bedre resultater til alle aksjonærene og siden overvåking har en kostnad, vil hver aksjonær håpe en annen gjør det. Separasjonen av eierskap og kontroll, sammen med manglende overvåking, gjør det lettere for ledelsen i en bedrift å maksimere sine egne mål, fremfor aksjonærenes mål. (Hart, 1995)

5.3 Hvordan kan organiseringen gi bedre eierskap?

At eierne kan tilføre bedriften noe mer enn kapital og problemer knyttet til asymmetrisk informasjon mellom ulike interessenter i bedriften, gjør at organiseringen av eierskapet får betydning for verdiskapningen. En god organisering må redusere problemene ved asymmetrisk informasjon, og samtidig sørge for at bedriften får tilført riktig kompetanse.

Grünfeld og Jakobsen (2006) identifiserte drivstoff, seleksjon, styring og komplementære ressurser som fire eierroller. Å fylle disse fire rollene krever at eierne har kompetanse i tillegg til kapital. Det er ikke nødvendigvis slik at alle eierne bør fylle alle rollene selv. Noen eiertyper har spesiell kompetanse knyttet til en bestemt rolle. For eksempel har institusjonelle investorer sin viktigste kompetanse på seleksjonssiden. De bidrar til likviditet og riktig prising av selskaper, og de sørger for at ledelsen alltid har incentiver til å levere så gode resultater som mulig. På den andre siden finner vi gründerne som bygger bedrifter, og som styrker dere konkurransevne gjennom komplementære ressurser. (Grünfeld og Jakobsen, 2006)

Den eieren som kan skape størst verdier i bedriften han eier har et eierskapsfortrinn. Ingen eier har imidlertid et universelt eierskapsfortrinn, men eierskapsfortrinn dreier seg om å finne bedrifter og eiere som passer sammen. For eksempel kan eiere utfylle og forsterke hverandre gjennom et eierkollegium. (Grünfeld og Jakobsen, 2006)

Hvilken eier som skal sørge for styringsrollen er et problem i selskaper med mange små aksjonærer, siden overvåking av ledelsen har en kostnad. På grunn av freerider problemet ved overvåking, vil eierstrukturen kunne spille en rolle. En høyere eierandel gir en større andel av avkastningen, og dermed sterkere incentiver til aktiv innsats som forbedrer selskapets lønnsomhet. Samtidig gir en høy eierandel større sannsynlighet for å få gjennom dine ønsker. Dette er faktorer som reduserer problemet med gratispassasjerer, men problemet blir ikke eliminert før et selskap er eid 100%. (Bøhren, 2006)

For en majoritetseier er det dessuten kostnader ved eierstrukturen. For det første vil en høy eierandel normalt gjøre eieren mindre diversifisert. Dessuten fører den store eierandelen til mindre handel i aksjen, med lavere likviditet som resultat. Hva som er netto effekten av konsentrert eierskap blir et empirisk spørsmål. (Bøhren, 2006) Dessuten vil majoritetseieren kunne bruke selskapet til å berike seg selv på bekostning av minoritetsaksjonærene. Dermed

har vi et nytt styringsproblem. (Hart, 1995) Vi har sett at flere empiriske studier finner at konsentrert eierskap er fordelaktig, men dette krever aktiv innsats i selskapene.

Eierstrukturen vil kunne redusere freerider problemet i forhold til overvåking, ved at en dominerende eier ser det fordelaktig å ta kostnaden knyttet til overvåking av ledelsen. I tillegg til overvåking har aksjonærene andre styringsmekanismer for å sørge for at ledelsen maksimerer aksjonærverdi.

For det første velger aksjonærene et styre som skal ivareta deres interesser. Styret overvåker ledelsen, og kan blant annet bytte ut ledelsen hvis det ikke er fornøyd. Samtidig tar styret beslutninger i de viktigste sakene for bedriften. Flere forhold gjør imidlertid styret mindre effektivt som styringsmekanisme. For det første består ofte styret av medlemmer fra ledelsen, og det er naturlig nok ikke mulig for disse å overvåke seg selv. Dessuten har styremedlemmene ofte små finansielle interesser i bedriften, og de sitter i flere andre styrer. Det gjør at det er lite for medlemmene å vinne på ekstra innsats i en spesiell bedrift. (Hart, 1995)

Styret i bedriften kan dermed representere et ekstra prinsipal – agent problem, siden aksjonærene må overvåke styret. Hvis aksjonærene er misfornøyd med måten styret ivaretar interessene, kan en aksjonær foreslå kandidater til et nytt styre gjennom et styrevalg. Dette kan være en viktig måte å disiplinere styret på, men i praksis er valg av nytt styre vanskelig. For en aksjonær vil det være kostnader forbundet med å foreslå et nytt styre, og dermed har vi et freerider problem. Samtidig vil det være vanskelig for andre aksjonærer å vurdere om det nye styret vil være bedre egnet. (Hart, 1995)

En annen mekanisme for å disiplinere ledelsen er faren for fiendtlige oppkjøp, siden en dårlig styrt bedrift vil kunne bli en oppkjøpskandidat. I tillegg kan kapitalstruktur, og da spesielt mer gjeld, bidra til å disiplinere ledelsen. (Hart, 1995)

5.4 Norges organisering av eierskapet

Vi har sett at eierskap har betydning for verdiskapingen i en bedrift, og at bedrifter med statlig eier ofte presterer dårligere. Funnene om at staten er en dårlig eier for bedriftene, kan bety at staten ikke ivaretar eierrollen eller at den har andre mål med eierskapet enn maksimering av markedsverdi.

Organiseringen av Norges eierskap bør innrettes slik at problemene med en statlig eier reduseres. Jeg vil først diskutere hvilke forklaringer på eierskapets betydning som er relevante for Norge, og analysere hvordan organiseringen vår passer med teorier for godt eierskap. Til slutt oppsummerer jeg med hvilke implikasjoner funnene bør få for fremtidig organisering.

I diskusjonen vil jeg skille mellom finansielle og strategiske investeringer. Et slikt skille er hensiktsmessig fordi strategiske investeringer vil kreve fokus på styringen av enkeltbedrifter, mens for finansielle investeringer må staten fokusere på styringen av forvalterne. De finansielle investeringene er alle pengeplasseringer der staten kontrollerer mindre enn 1/3 av stemmene. Eierandeler over dette vil gi negativt flertall, og dermed større mulighet til å påvirke bedriftens strategi.

5.4.1 Interessekonflikt mellom eierne

Vi vil ofte ha situasjoner med asymmetrisk informasjon mellom ulike interessenter, og som transaksjonskostnader gjør det vanskelig å lage komplette kontrakter. For eksempel vil asymmetrisk informasjon mellom ulike eiergrupperinger gjøre det vanskelig for andre aksjonærer å vurdere om bedriften maksimerer verdien for alle eierne, eller om den maksimerer verdien til en dominerende eier. Asymmetrisk informasjon mellom eiere og ledelse er et annet styringsproblem, fordi ledelsen kan ha incentiver til å maksimere egne verdier.

Vi har sett at interessekonflikter mellom eiere kan få betydning for verdiskapningen til en bedrift. Hvis bedriftens ledelse maksimerer et annet mål enn markedsverdien, kan årsaken være at de maksimerer verdiene til den største aksjonæren. Da er ikke problemet overvåking av ledelsen, men eierstrukturen i bedriften. Dette synet kan forklare hvorfor statlig eide bedrifter kommer dårligere ut, siden vi kan anta at staten har andre målsettinger med eierskapet.

Det er flere potensielle målkonflikter mellom eierne i bedrifter staten eier. Vi har eierandeler i åtte børsnoterte selskaper, hvor vi er en dominerende eier og må ta hensyn til minoritetsaksjonærer. Samtidig er vi minoritetsaksjonær i en rekke selskaper, der vi selv må være oppmerksomme på andre eieres mål. Vi har også sett at staten eier mange selskaper 100%, og interessekonflikt mellom eiere kan gjøre slike investeringer naturlig.

Et eksempel på en interessekonflikt mellom eiere er investeringen i Kongsberg ASA. Staten har en eierandel på 50% og Statens pensjonsfond Norge eier nesten 10%. I tillegg til å være største aksjonær er staten en av selskapets største kunder. Dette kan føre til et ønske om lavere priser til staten, med det resultat at minoritetsaksjonærene indirekte subsidierer statens kjøp. Alternativt kan staten kjøpe til høyest mulig pris, for å subsidiere selskapet indirekte. Selskapet kan da bruke det statlige eierskapet og politiske argumenter for å få høyest mulig pris. Dette gir samtidig få incentiver for selskapets ledelse til å drive effektivt.

I dette tilfellet har selskapet presisert målkonflikten i årsrapporten, og legger vekt på at alle møter med staten som eier kun handler om finansielle forhold. (Kongsberg, 2008) Selv om det er avstand mellom staten som kunde og staten som eier, er det grunn til å tro at staten vil godta lavere avkastning hvis den lavere avkastningen blir oppveid av en lavere innkjøpspris. Interessekonflikten blir derfor ikke løst ved å skape avstand mellom ulike interessegrupper, og det kan være uklart for ledelsen hvilke mål den skal maksimere.

I Aker Holding har derimot staten fått erfare kostnaden ved å være minoritetsaksjonær. Majoritetseieren i selskapet solgte selskaper han selv eide 100% til Aker Solutions, et selskap der Aker Holding er majoritetseier. Analytikere mente prisen på transaksjonene var for høy i forhold til virkelige verdier. (DN 4, 2009) Transaksjonene gav majoritetseieren en god pris, som staten måtte være med å finansiere.

Aker eksempelet illustrerer samtidig at kontrakter er innkomplette, og at vi derfor har behov for corporate governance strukturer. I Aker Holding ble det laget en aksjonæravtale (DN 3, 2009), hvor det blant annet ble spesifisert at hovedkontoret skulle ligge i Norge. Imidlertid forutså ikke staten at det kunne bli aktuelt for majoritetseieren å selge egne selskaper til Aker Holding, og dermed ble kontrakten ufullkommen.

Disse eksemplene viser at eiere kan ha ulike mål med eierskapet, og at dette kan få betydning for verdiskapingen i bedriften. Målkonflikt mellom eiere er ikke nødvendigvis et problem for staten, hvis den er største eier. Har staten et annet mål med eierskapet enn rent finansielle mål, og den er største eier, blir kostnaden tatt av minoritetsaksjonærene. En slik situasjon kan føre til at bedriften kun får investorer med samme mål som staten, eller at minoritetsaksjonærene driver aksjekursen ned. En tredje mulighet er at staten eier hele selskapet selv.

Hvis en bedrift er god til å maksimere et bestemt mål, kan den være et egnet investeringsobjekt for eiere som ønsker å oppnå de samme målene. Hvis bedriftene bare består av slike eiere, vil ikke verdien bli påvirket siden bedriften da maksimerer alle aksjonærenes verdier. For eksempel kan det være at SAS maksimerer målet om bedre infrastruktur i Norden, et mål som deles av både Sverige, Danmark og Norge. Da kan det være positivt at disse tre går sammen om å eie bedriften, for å dele på risikoen og kostnaden ved å styre bedriften.

I praksis vil det imidlertid være få bedrifter der statens mål sammenfaller med andre investorer. Når bedriften har andre eiere, vil det føre til krav om at ledelsen maksimerer mer enn et mål. Hvis vi antar at maksimering av statens mål går ut over de finansielle målene, vil minoritetsaksjonærene prise slike selskaper lavere for å bedre avkastning. Lavere prising er ikke problem for staten hvis den ikke har tenkt å selge selskapet. Samtidig kan minoritetsaksjonærer være fordelaktig, siden de kan motivere ledelsen til å drive effektivt. Staten kan imidlertid ikke forvente at minoritetsaksjonærene vil overvåke ledelsen, siden det både er et freerider problem og de vil forvente at ledelsen maksimerer statens mål med eierskapet.

Interessekonflikter kan derfor få betydning for organiseringen av det statlige eierskapet. Hvis staten finner eiere som deler målene staten har med eierskapet, vil det sannsynligvis være fordelaktig med flere eiere siden de da kan dele på risikoen og kostnadene ved overvåking.

Har eierne ulike mål oppstår kostnader ved at staten må overvåke ledelsen, lavere pris hvis staten vil frigjøre likviditet og høyere kapitalkostnad hvis bedriften ønsker å hente ekstern kapital. Samtidig kan minoritetsaksjonærer likevel være fordelaktig fordi disse kan gi ledelsen motiv til mer effektiv drift og fylle eierroller staten ikke selv kan. Hva som er nettoeffekten av disse forholdene vil avgjøre om staten bør eie selskapet 100%, eller sammen med andre.

Når staten er minoritetsseier, må den ta potensielle eierkonflikter med i beregningen. Målet med eierskapet vil da avgjøre om den skal fortsette å eie bedriften eller ikke. Hvis målet med eierskapet for eksempel er å beholde nasjonalt eierskap, må den vurdere om kostnaden i form av lavere avkastning, gjør det verdt å eie en minoritetsandel i bedriften. Er målet med eierskapet å maksimere verdien på finansporteføljen, må den vurdere om investeringen tilfredsstillende avkastnings- og risikoforventningene.

5.4.2 Disiplinering av ledelsen

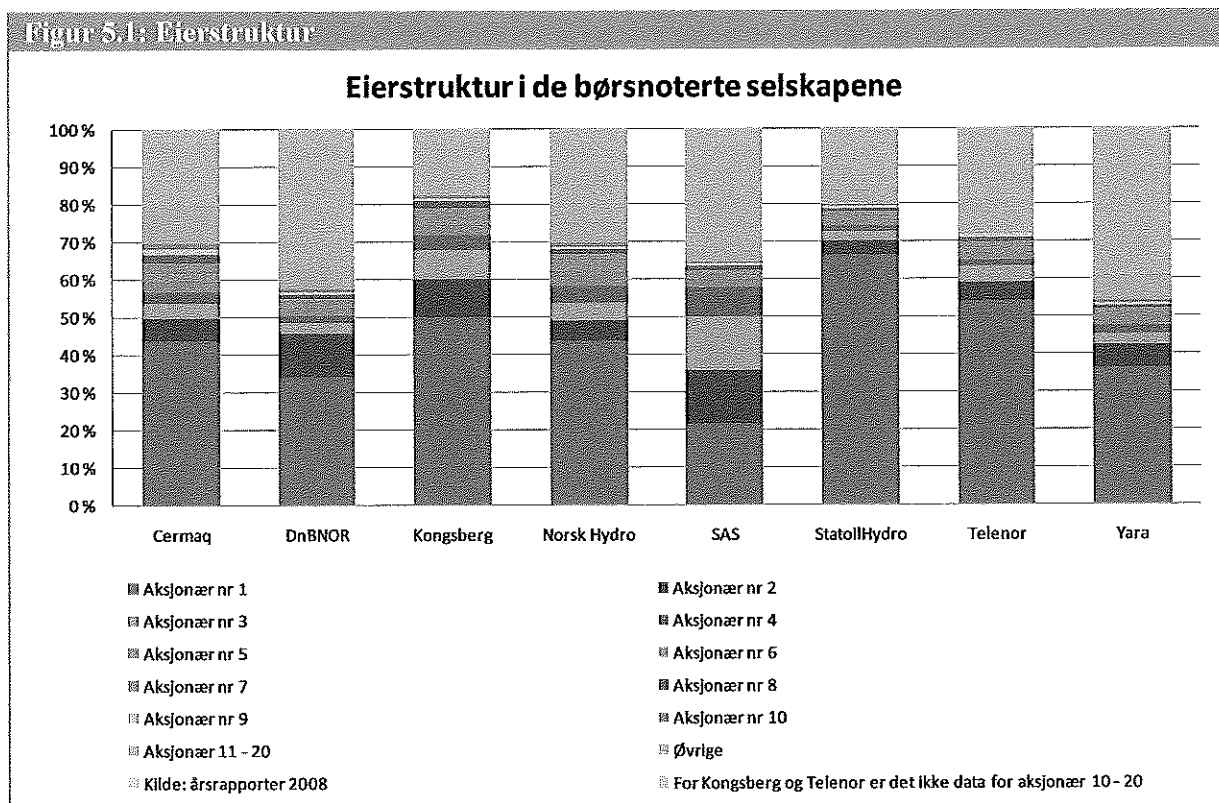
Ledelsen i en bedrift vil ha bedre informasjon om den daglige driften, enn aksjonærene som bare observerer utfallet av ledelsens handlinger. Det kan derfor være vanskelig for aksjonærene å vurdere om ledelsen gjør en god jobb, og om den maksimerer de riktige målene. For eksempel vil det alltid være en risiko at ledelsen maksimerer sine egne mål, fremfor aksjonærenes. Dette skaper et behov for aksjonærene til å overvåke og disiplinere ledelsen gjennom ulike styringsmekanismer.

Problemet med asymmetrisk informasjon vil være spesielt relevant når eieren er en stat. Staten har ikke nødvendigvis spesialkompetanse på driften i de ulike selskapene. Når den samtidig har andre mål med eierskapet enn rent finansielle, vil det være vanskelig for staten å vurdere om resultatene er en konsekvens av maksimering av andre mål eller om ledelsen har vært for lite effektiv. Siden staten eier mange selskaper, blir kostnaden ved å ansette riktig kompetanse til å overvåke alle bedriftene høy. Asymmetrisk informasjon er derfor en forklaring på at statlig bedrifter gjør det dårlig, og organiseringen bør derfor fokusere på mekanismer for å redusere problemet.

Vi har sett at eierstrukturen til et selskap får betydning for behovet for overvåking og styring. Mange og små aksjonærer gjør at vi får separasjon av eierskap og kontroll. Kostnaden ved overvåking gir små aksjonærer få incentiver til å overvåke ledelsen, og vi får et freerider problem. Jeg har sett på eierstrukturen i de børsnoterte selskapene staten er dominerende eier i, for å se hvilke behov vi har for å overvåke ledelsen, og om det er mulige freerider problemer.

Denne problemstillingen vil ikke være aktuell for selskapene vi er finansiell investor i, siden vi investerer i så mange selskaper med små eierandeler og dermed har få incentiver til overvåking. Problemstillingen vil heller ikke være aktuell for selskapene vi eier 100%, siden vi her er nødt til å overvåke ledelsen selv. Hvis vi kan oppnå en fordelaktig eierstruktur, kan det imidlertid være et argument for å privatisere deler av selskapene vi eier 100%, men dette diskuterer jeg senere.

Figur 5.1 viser hvor stor andel den største aksjonæren (Aksjonær 1) eier av selskapet, hvor stor andel den nest største eier og så videre. Norge er største aksjonær i alle selskaper, med unntak av SAS der Sverige er største aksjonær.



Som vi ser, er det et svært konsentrert eierskap i alle selskapene. Staten har en høy eierandel, mens de øvrige eierne kun har små andeler.

Siden de andre aksjonærene er relativt små, er det Norge som må sørge for styringsrollen i de børsnoterte selskapene vi eier.

Et selskap der eierstrukturen skiller seg ut er SAS, siden det er en aksjonær (Sverige) som er større og en aksjonær (Danmark) som har like stor andel. Å overlate styringsrollen til en av disse vil imidlertid ikke være naturlig, siden det her kan være en interessekonflikt mellom eierne. For eksempel kan det være at Sverige ønsker bedre infrastruktur for flytransport i Sverige, selv om det går utover lønnsomheten og investeringer i de andre landene.

Freerider problemet gjør derfor at Norge enten må ta styringsrollen, overlate styringen til ledelsen eller selge seg ned i selskapene så det blir naturlig for andre eiere å overta styringsrollen. Slik situasjonen er i dag, faller styringsrollen på Norge. Jeg vil derfor se hvordan Norge har innrettet seg i forhold til styringsmekanismene vi har diskutert.

En mekanisme er å velge et styre til å ivareta aksjonærenes interesser, og muligheten til å velge nytt styre dersom dagens styre ikke fungerer optimalt. Norge har ingen representanter i

styret i de børsnoterte investeringene. Dette er uheldig siden Norge da må overvåke at styret de har valgt gjør en tilstrekkelig jobb med å overvåke ledelsen i bedriften. På den annen side har de representanter i valgkomiteen i alle bedriftene. Valgkomiteen foreslår kandidater til styret, og dermed kan de påvirke hvem som sitter i styret. Imidlertid har vi sett at det er forhold som gjør styret mindre effektivt som styringsmekanisme, blant annet fordi styremedlemmene ikke har finansiell interesse i bedriften og sitter i mange andre styrer. I tillegg vet vi at konsentrert eierskap bare er fordelaktig når den største eieren er innsideeier. Styret er dermed en utilstrekkelig mekanisme for Norge i dagens form.

Å ha et styre er en kontrollmekanisme, og styrevalg er en mekanisme for å disiplinere styret. Som vi har sett, er det også mekanismer for å disiplinere ledelsen. Disse kan potensielt være effektive for Norge, siden de ikke krever aktiv deltagelse av staten i den daglige driften. En mekanisme som virker disiplinerende på ledelsen er faren for fiendtlige oppkjøp. Årsaken er at ledelsen har en interesse i å beholde jobben sin. Dersom ledelsen gjør en dårlig jobb, og bedriftens markedsverdi reduseres, kan investorer som ser potensialet i bedriften kjøpe opp bedriften og erstatte ledelsen. Siden ledelsen vet dette, kan de bli motivert til å gjøre en god jobb så bedriften får høyest mulig markedsverdi. Dette vil redusere sannsynligheten for et fiendtlig oppkjøp, siden det da ikke er store forbedringspotensialer i driften.

Problemet med denne mekanismen for Norge, er at staten gjennom å være en så dominerende eier gjør det lite sannsynlig med fiendtlige oppkjøp. Selskapene Norge eier er blant de største på Oslo Børs, og det er sannsynligvis få norske eiergrupperinger som vil være i stand til å gjennomføre fiendtlige oppkjøp. Samtidig har Norge kommunisert at nasjonalt eierskap er en viktig målsetting med eierandelene, noe som gjør det lite sannsynlig for utenlandske investorer å gjennomføre et oppkjøp. For at fiendtlige oppkjøp skal være sannsynlig, og dermed fungere som disiplinering, må Norge kommunisere til markedet at alle selskapene er til salgs for riktig pris.

En annen mekanisme vi har for å disiplinere ledelsen, er kapitalstrukturen til selskapet. Ved å ha en høy gjeldsandel vil selskapet være nødt til å være lønnsomt for å kunne møte rentekostnadene. Hvis bedriften ikke klarer rentekostnadene, vil alternativet kunne bli konkurs. Høy gjeldsandel vil derfor motivere ledelsen til å levere lønnsomhet.

Tabell 5.1 viser gjeldsandelen i de børsnoterte selskapene. DnBNOR er ikke interessant i denne sammenhengen, siden vi vil forvente at en bank har høy gjeldsandel.

Tabell 5.1: Kapitalstruktur per 31.12.08	
<i>Gjeld = langsiktig gjeld</i>	
<i>Egenkapital = markedsverdi</i>	
<i>Kilde: årsrapporter 2008</i>	
Selskap	Gjeldsandel: D / D + E
Cermaq	53,8%
DnBNOR	98%
Kongsberg	14,9%
Norsk Hydro	0,8%
SAS	74%
StatoilHydro	13,1%
Telenor	34,5%
Yara	33,8%

Ser vi på de øvrige selskapene er det stor variasjon i gjeldsandelen. Høyest gjeldsandel har SAS med 74%. Med en så stor gjeldsandel skulle man vente at det virket disiplinerende på ledelsen. I praksis er det mer usikkert hvor hard disiplinering gjeldsandelen er. For eksempel unngikk SAS finansieringsproblemer etter et dårlig 2008 resultat, ved å hente inn kapital gjennom en emisjon. Norge bidro i emisjonen, for å bevare arbeidsplasser og infrastruktur. (DN 3, 2009) Når selskapet er viktig for at staten skal oppnå andre mål enn lønnsomhet, og staten har tilstrekkelig kapital, vil gjeldsandelen virke mindre disiplinerende.

Hvis selskapet ikke møter rentekostnadene, sender gjeldsandelen likevel et viktig signal om at driften i selskapet ikke er tilfredsstillende. Høyere gjeldsandel vil derfor være et nyttig virkemiddel i styringen, selv om disiplineringseffekten er begrenset. Norsk Hydro, StatoilHydro og Kongsberg har svært lave gjeldsandel. Det kan være et uttrykk for at disse selskapene har generert solide overskudd, og derfor ikke har hatt kapitalbehov. Manglende kapitalbehov er imidlertid ikke en hindring for å endre kapitalstrukturen, siden gjeldsoptaket kan betales ut til eierne. Staten bør derfor vurdere om mer gjeld kan være et positivt styringsverktøy i de statlige bedriftene.

Som finansiell investor vil også staten møte problemer med asymmetrisk informasjon, med mindre den velger å forvalte hele kapitalen selv. Når den velger et fond til å investere

kapital, vil ikke alltid staten kunne vite om ledelsen i fondet maksimerer egne bonuser eller om den maksimerer avkastning. I motsetning til de strategiske investeringene, vil det være lettere å måle utfallet av forvalternes innsats siden avkastning og risiko kan måles i markedet. Dessuten er det ingen tvil om hvilke mål staten i disse tilfellene ønsker å maksimere. Utfordringen for organiseringen av de finansielle investeringene er å sette klare retningslinjer for ønsket risikonivå og hva som er investeringsmulighetene.

5.4.3 Eierkompetanse

Interessekonflikt mellom eiere vil kunne påvirke hvordan eierskapet blir organisert, og asymmetrisk informasjon fører til et styringsbehov. Disse sammenhengene forklarer hvorfor fraværet av godt eierskap reduserer bedriftenes markedsverdi. Eierne har imidlertid også mulighet til å øke verdiskapingen gjennom eierkompetanse.

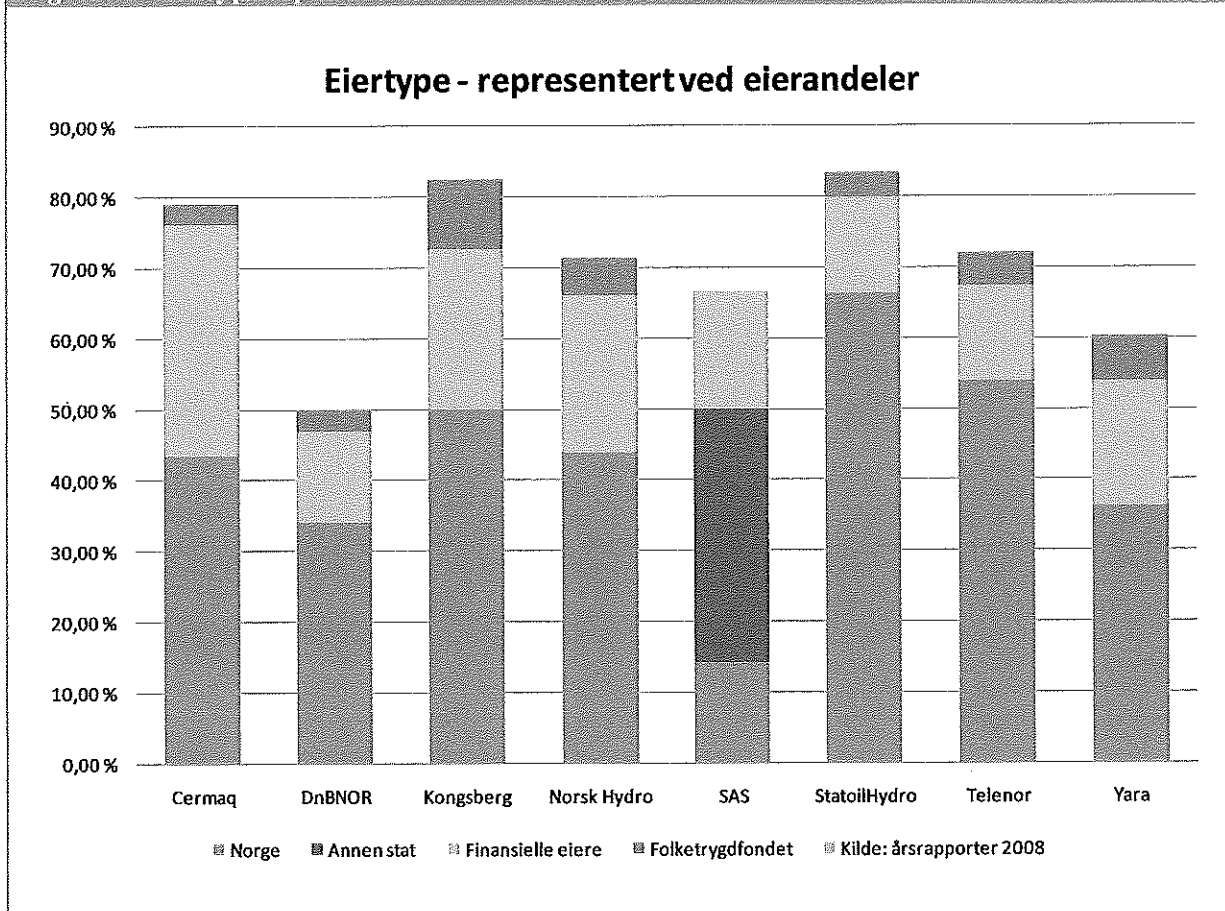
Grünfeld og Jakobsen (2006) identifiserte fire eierroller i drivstoff, seleksjon, styring og komplementære ressurser. Staten vil fylle drivstoffrollen på en god måte, siden vi på kort sikt ikke har mangel på kapital. De andre eierrollene vil kunne være mer utfordrende for staten.

Seleksjonsrollen fyller vi godt gjennom de finansielle investeringene, siden vi da utelukkende fokuserer på avkastning og risiko. Når det gjelder de strategiske investeringene, er alle eierandelene langsiktig. Riktignok har vi kjøpt oss opp i enkelte bedrifter, og redusert eierandelen i andre. Dette har imidlertid skjedd på bakgrunn av ulike regjeringers mål med statlig eierskap, mer enn et uttrykk for kapitalflyt fra ulønnsomme til lønnsomme bedrifter.

At staten har utfordringer med styringsrollen har vi allerede diskutert, og det er tvilsomt om staten kan tilføre bedriftene komplementære ressurser gjennom kompetanse, relasjoner og andre ressurser, siden staten har kompetanse på andre områder enn forretningsdrift. Spørsmålet er da om andre eiere kan utfylle staten gjennom et eierkollegium.

Siden ulike eiere kan utfylle og forsterke hverandre, er det verdt å se på hvilke eiertyper vi finner i der børsnoterte selskapene der Norge er dominerende eier. Figur 5.2 viser eiertypene, og hvor store andeler de representerer.

Figur 5.2: Eiertype representert ved eierandeler



De eierne vi kjenner identiteten på er de 20 største aksjonærene. Som vi så fra eierstrukturen i figur 5.1, er de øvrige aksjonærene så små at de ikke vil kunne fylle en aktiv eierrolle. I figuren har jeg skilt ut Folketrygdfondet (eller Statens Pensjonsfond Norge). Dette fondet er både en finansiell eier, men også en statlig eier.

Som vi ser er det to typer eiere i de børsnoterte bedriftene staten eier, nemlig stat og finansielle eiere. Vi har sett fra empiriske studier at finansielle eiere fører til økt markedsverdi for en bedrift. Grünfeldt og Jakobsen (2006) forklarte dette med at institusjonelle investorer har kompetanse på seleksjonssiden, og bidrar til likviditet og riktig prising av selskaper. Deres rolle sørger for at ledelsen alltid har incentiver til å levere så gode resultater som mulig. At vi finner institusjonelle eiere i eierstrukturen til disse utvalgte selskapene, trenger imidlertid ikke være et uttrykk for seleksjonsrollen. Alle disse bedriftene er nemlig så store at de vil inngå i markedsindekser. Finansielle investorer som ønsker å følge en bestemt indeks vil dermed passivt investere i bedriftene fordi de inngår i indeksen.

Om bedriften er god eller dårlig er mindre viktig, det som betyr noe er om bedriften inngår i indeksen investoren ønsker eksponering mot.

Det er derfor ting som tyder på at staten mangler eierkompetanse. Den bør derfor vurdere muligheten til å selge seg ned for å få mer kompetanse inn på eiersiden, eller opprette et eget fond med spesialkompetanse på eierroller.

5.4.4 Organisering av direkte investeringer i et holdingselskap

Et fond med spesialkompetanse på eierskap ble foreslått i 2004 av Statseierskapsutvalget. Utvalget vurderte to mulige løsninger for ny organisering av statens eierskap. Det ene alternativet var å flytte forvaltningen fra departementene til et fond etter Folketrygdfondmodellen, mens det andre alternativet var å legge forvaltningen i et holdingselskap. (NOU 2004:7, 2004)

Siden eierandelene i selskapene staten eier normalt er kontrollerende foreslo de å opprette en holdingmodell. Begrunnelsen for en slik modell var å øke fleksibiliteten ved kapitaltilførsler eller endringer i eierandeler, uten forutgående behandling av enkeltsekskapers situasjon i departement, regjering eller Storting. (NOU 2004:7, 2004)

Forslaget innebar at holdingselskapet ville ta beslutninger vedrørende eierandelene som i dag tas av ansvarlig statsråd eller regjeringen. Slike beslutninger ville dermed holdes utenfor avveininger mellom ulike roller og hensyn i en statlig beslutningsprosess. Dette vil kunne øke tilliten til at beslutninger fattes på rent forretningsmessig grunnlag. (NOU 2004:7, 2004)

Holdingselskapet ville utøve eierrollen ved deltagelse i valg av styre og bedriftsforsamling. En av grunnene til at staten er passiv eier er fordi denne strategien beskytter statsråden overfor å bli stilt til ansvar for selskapenes handlinger. Et holdingselskap ville gjort eierrollen mer aktiv, og fjernet en del av problematikken knyttet til avveining mellom ulike hensyn utover verdimaksimering. (NOU 2004:7, 2004)

Utvalgte pekte på tre problemer med en holdingselskapsmodell. For det første vil et holdingselskap med resultatansvar ha incentiver til å samordne eierskapet på en måte som kan skade konkurransen. For det andre vil et slikt holdingselskap forvalte en så stor del av det statlige eierselskapet at det vil øke risikoen for at gale beslutninger får et stort virkningsfelt. Det tredje problemet er at et slikt selskap ikke vil være en del av den statlige

beslutningsprosessen, med det potensialet for kvalitetssikring som foreleggelses- og konsultasjonsordninger i flere kompetente miljøer kan gi. (NOU 2004:7, 2004)

Regjeringen gikk ikke inn for å opprette et holdingselskap. En grunn var at viktige eierskapssaker er av en slik karakter at de krever behandling i et politisk organ. Et særskilt holdingselskap ville kunne medført dobbeltbehandling og uklarhet med hensyn til ansvar. (St.mld. 13, 2006-2007)

Vi har sett at styringsrollen er en viktig eierrolle på grunn av asymmetrisk informasjon mellom eiere og ledelse. På grunn av kostnader ved overvåking av ledelsen, faller styringsrollen naturlig på den største aksjonæren. Gjennomgangen av ulike styringsmekanismer i selskaper der staten er en dominerende eier viser et behov for å styrke styringsrollen.

Samtidig gjør asymmetrisk informasjon at andre aksjonærer ikke kan vite om statens mål med eierskapet er å maksimere alle aksjonærenes verdier. Det gjør at selskaper med statlig eierskap kan bli lavere priset for å kompensere for denne usikkerheten, og at de andre aksjonærene blir mindre villig til å bruke sine ressurser på å maksimere verdien til bedriften.

Organiseringen av det statlige eierskapet bør derfor styrke kompetansen på styringsrollen, og redusere mulige problemer ved asymmetrisk informasjon. Et holdingselskap etter modellen som Statseierskapsutvalget foreslo, vil kunne møte disse behovene. For det første vil holdingselskapet bruke ressurser på overvåking og aktiv deltagelse i bedriftene det eier, siden ledelsen i holdingselskapet må vise til gode resultater.

Samtidig vil holdingselskapet sende et signal til markedet om at staten ønsker å maksimere aksjonærverdi i selskapene de eier. Hvis mange oppfatter staten som en dårlig eier, for eksempel med bakgrunn i det vi vet om empiri og teorier om godt eierskap, vil en statlig eier være en kilde til ineffektivitet. Et holdingselskap signaliserer derimot ønske om å være en god eier, og retningslinjene og rapporteringen til selskapet vil gjøre målene med statens eierskap klarere.

Dessuten vil holdingselskapet gjøre det lettere å vurdere statens samlede portefølje for å oppnå ønsket nivå av risiko og avkastning.

5.4.5 Oppsummering og forslag til forbedringer

Vi har sett empiriske studier som finner en sammenheng mellom eierskap og verdiskapingen i en bedrift. Spesielt ser en statlig eier ut til å redusere verdiskapingen. Vi har sett at interessekonflikter, ulik informasjon og eierkompetanse kan forklare hvorfor eierskap har betydning. God organisering av eierskapet prøver å redusere problemene med interessekonflikter og ulik informasjon, og samtidig prøver en å finne medeiere som kan utfylle egne kompetanser.

Norge har forbedringspotensial på alle områdene. For det første er det i mange tilfeller ikke tydelig hvilke mål staten prøver å maksimere med eierskapet sitt. Å sette klare mål med eierskapet gjør det lettere å vurdere ledelsens resultater, og samtidig kostnaden ved å bruke eierskap av bedrifter for å oppnå dette.

Hvilke mål vi har med eierskapet vil også få betydning for valg av eierstruktur. Hvis målet er å maksimere aksjonærverdier, kan det være fordelaktig å delprivatisere bedriften. Delprivatisering vil gjøre at flere eiere deler kostnadene ved overvåking, og gir en bedre risikospredning.

Når verdimaksimering ikke er eneste mål med eierskapet, vil delprivatisering være mindre gunstig. Empiriske studier bekrefter at en statlig eier medfører lavere lønnsomhet, og studier som har sett på privatisering fant at delprivatisering bare gav marginal effekt på produktiviteten. Andre eiere vil da kreve å bli kompensert for lavere lønnsomhet gjennom å prise selskapet lavere. Når staten er dominerende eier, vil vi dessuten kun få minoritetsaksjonærer som ikke tilfører bedriften spesiell kompetanse.

Delprivatisering kan være nødvendig hvis vi har et behov for kapital, men siden nye aksjonærer vil prise selskapet lavere må vi godta en høyere kapitalkostnad. Siden Norge per i dag ikke har kapitalmangel, vil ikke delprivatisering av flere selskaper være en egnet løsning.

Nå kan det selvsagt være at delprivatisering vil gi positive gevinster på andre områder. For eksempel har privatiseringen av Telenor og Statoil økt størrelsen på Oslo Børs og ført til mer handel. Å skape mer effektive markeder kan derfor være et argument for delprivatisering og børsnoterte selskaper blir i tillegg fulgt tett av eksterne analytikere. Med unntak av Statkraft,

er de fleste selskapene staten eier utenfor børs relativt små, slik at gevinstene ved delprivatisering og børsnotering vil være mindre.

Et annet område der staten har forbedringspotensialet er styringsrollen. Mine analyser avdekket at staten mangler effektive mekanismer for å kontrollere ledelsen i selskapene der de er dominerende eier. Staten kan forbedre dette ved å ta styreplass i selskapet, redusere eierandelen eller øke gjeldsandelen i selskapene.

Det tredje området staten kan forbedre eierskapet er eierkompetanse. Staten har mye kapital, men mangler eiere som kan tilføre bedriftene noe mer. Siden staten er så stor eier, er det tvilsomt om investorer med strategisk kompetanse vil kjøpe store eierandeler i selskapet, siden staten uansett vil kunne stemme ned forslag fra disse eierne.

En løsning er derfor å selge seg ned, for å tiltrekke seg strategiske eiere, eller det kan være en løsning med holdingselskapsmodellen jeg har diskutert. En slik modell vil, som vi har sett, også kunne øke verdiene gjennom å styrke styringsrollen.

Vi har også sett at problemstillingene har betydning for de finansielle investeringene våre. Da vil vi være minoritetsaksjonær, og må overlate mange av rollene til andre aksjonærer. Samtidig kan det oppstå problemer med styringen av eksterne forvaltere. Det er derfor viktig med klare retningslinjer på risikonivå og akseptable investeringsverktøy.

6. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å se på statens rolle som eier og kapitalforvalter. Problemstillingen jeg har belyst er hvordan Norge bør forvalte og organisere det statlige eierskapet.

Norge har et omfattende statlig eierskap sammenlignet med andre land. Eierskapet til naturressursene og de store velferdsforpliktelsene gjør det naturlig for Norge å ha et visst omfang av statlig eierskap. Jeg har sett på hele det statlige eierskapet samlet, fordi det er den samlede porteføljen som påvirker Norges muligheter til å møte fremtidige forpliktelser.

Når formålet er å møte fremtidige forpliktelser har kapitalforvaltningsteori vist oss at risikoen for at formuen er mindre enn de fremtidige forpliktelsene kan reduseres betydelig ved å endre forvaltningen fra en tradisjonell Markowitz porteføljemodell til en aktiva/forpliktelser modell. Norge har en shortposisjon i pensjonsforpliktelser, og bør derfor vurdere å investere i aktiva som er høyt korrelert med disse.

Ved å se på sammensetningen av Norges finansportefølje sammenlignet med andre fonds investeringer, fant vi en mye høyere andel av strategiske investeringer i Norges portefølje. Dessuten hadde andre fond allokert en større del av porteføljen til alternative investeringer.

Siden Norge ikke har noe kortsiktig likviditetsbehov, og en relativt diversifisert portefølje, kan en større allokering til private equity være gunstig på grunn av gode avkastningsmuligheter. Den store eksponeringen mot naturressurser gjør det imidlertid naturlig for Norge å unngå andre alternative investeringer som for eksempel råvarer. Faktisk er verdien av petroleumsvirksomheten større enn den samlede finansformuen. Vi vet at råvarer har en høyere risiko knyttet til seg, og Norge bør derfor vurdere om det er naturlig å sikre seg mot en del av råvareeksponeringen.

De strategiske investeringene har tre kostnader. For det første får vi høyere risiko fordi større eierandeler i få selskaper gjør oss mindre diversifisert. Den andre kostnaden kommer i form av lavere avkastning fordi en stat har en dominerende eierposisjon i selskapet. For det tredje mangler staten eierkompetanse til å utvikle selskapene på en god måte. Staten bør derfor vurdere å selge seg ned i disse selskapene, eller endre organiseringen for å bli en bedre eier.

Det siste, en bedre organisering, var tema for siste kapittel i oppgaven. Empiriske studier viser at selskaper med statlig eier presterer dårligere enn andre selskaper. Årsaken til dette ligger i asymmetrisk informasjon mellom eierne, asymmetrisk informasjon mellom eiere og ledelse og manglende eierkompetanse. Hvis staten skal fortsette å eie disse selskapene bør vi vurdere å redusere eierandelen for å tiltrekke oss strategisk kompetanse, eller opprette et eget selskap med fokus på å maksimere verdien i selskapene. Samtidig avdekket analysen et behov for klarere mål med det statlige eierskapet.

Klare mål vil være en forutsetning for en god forvaltning og organisering. For det første gjør det oss i stand til å vurdere om de som er satt til å forvalte kapitalen vår gjør en god jobb. For det andre vil klare mål gjøre det lettere å vurdere hvor egnet eierskap er til å oppnå målene. Formålet med kapitalforvaltningen vil dessuten sette premisser for hvor mye risiko det er naturlig å ta, og hvilke aktivaklasser vi skal investere i. Klare mål til de ulike delene av eierskapet vil dermed gi oss et utgangspunkt for en optimal investeringsportefølje og organisering av Norges finansformue.

7. Forslag til videre forskning

Oppgaven min har avdekket et behov for videre forskning på flere områder.

For det første bør det utredes hvordan Norge kan få en mer optimal forvaltning av pensjonsfondene gjennom å investere i aktiva som er korrelert med forpliktelsene. Jeg har vist til studier som bekrefter at en aktiva/forpliktelses modell reduserer risikoen for å ikke møte forpliktelsene, men hvilke aktiva som er korrelert med forpliktelsene og hvordan et slikt fond bør forvaltes i praksis må analyseres nærmere.

Dessuten har jeg vist at eierskap ikke er eneste alternativ for å nå målene regjeringen har satt til det statlige eierskapet. Det kunne vært interessant å vurdere kostnadene ved alternative mål opp mot det vi taper på dagens organisering av de strategiske eiendelene.

For det tredje bør forskning se mer på effektene av aktiv forvaltning i de ulike fondene. Jeg har diskutert mot aktiv forvaltning, fordi det ser ut til å gi liten merverdi. Når mange likevel driver med aktiv forvaltning, kunne det vært nyttig å se hvilke fordeler aktiv forvaltning har for Norge.

Til slutt er det mange temaer som ikke er blitt viet plass innenfor rammene av denne oppgaven. For eksempel vil en viktig del av kapitalforvaltningen og organiseringen være risikohåndtering. Dessuten har jeg i liten grad diskutert hvordan politikeres behov for å gjøre saker politisk akseptable fremmer frem uheldige løsninger, og om det er mulig å komme unna et slikt problem når man har statlig eierskap.

8. Litteratur

8.1 Bøker

Bodie, Zvi, Alex Kane og Alan J. Marcus (2008): *Investments*. 7. Utgave. McGraw.Hill, Singapore.

Peskin, Michael W.: *Asset/Liability Management in the Public Sector* (2001). (I *Pensions in the Public Sector*. Red.: Olivia S Mitchell og Edw C. Hustead, Philadelphia: University of Pennsylvania Press, s. 195-217)

Grünfeld, Leo A. og Erik W. Jakobsen (2006): *Hvem eier Norge? Eierskap og verdiskaping i et grenseløst næringsliv*. Universitetsforlaget

8.2 Artikler

Ammann, Manuel, Stephan Kessler og Jürg Tobler, *Analyzing Active Investment Strategies. Using tracking error variance decomposition*. *The Journal of Portfolio Management*. Høst (2006)

Black, Fischer, *The Investment Policy Spectrum: Individuals, Endowment Funds and Pension Funds*. *Financial Analyst Journal*, vol. 32, nr. 1 (1976): pp. 23-31 JSTOR (23. Mai 2009)

Blake, David, Bruce N. Lehmann og Allan Timmermann, *Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance*. *The Journal of Business*, vol. 72, nr. 4 (1999): pp. 429-461. JSTOR (10. Mai 2009)

Brinson, Gary P, L. Randolph Hood og Gilbert L. Beebower, *Determinants of Portfolio Performance*. *Financial Analysts Journal*, juli - august (1986)

Brinson, Gary P., Brian D. Singer og Gilbert L. Beebower, *Determinants of Portfolio Performance II: An Update*. *Financial Analyst Journal*, Mai-Juni (1991)

Bøhren, Øyvind (2006): *Eierskap og lønnsomhet*. (I: *Praktisk økonomi & finans*, nr. 3, s. 91-103)

-
- Bøhren, Øyvind og Bernt Arne Ødegaard (2004): Governance and performance revisited. <http://www.efmaefm.org/efmsympo2005/accepted_papers/05-Bohren_paper.pdf> (10. april 2009)
- Canner, Niko, N. Gregory Mankiw og David N. Weil, An Asset Allocation Puzzle. The American Economic Review, vol. 87, nr. 1 (1997): pp. 181 – 191. JSTOR (10. April 2009)
- Craft, Timothy M, Home Bias Makes Sense for U.S. Pension Plans. An asset/liability model of pension plan portfolio allocation. The Journal of Portfolio Management, vår (2006)
- Eckbo, B. Espen (2006): Corporate governance – i et nøtteskall. (I: Penger og Kreditt, nr. 2, s. 87-99)
- Ehrlich, Isaac, Georges Gallais-Hamonno, Zhiqiang Liu og Randall Lutter, Productivity Growth and Firm Ownership: An analytical and Empirical Investigation. The Journal of Political Economy, vol. 102, nr. 5 (1994): pp. 1006-1038. JSTOR (29. Mai 2009)
- Elton, Edwin J. og Martin J. Gruber, The Rationality of Asset Allocation Recommendations. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 35, nr. 1 (2000): pp. 27 – 41. JSTOR (10. Mai 2009)
- Ennis, Richard M, Is a Statewide Pension Fund a Person or a Cookie Jar? The Answer Has Implications for Investment Policy. Financial Analysts Journal, vol. 44, nr. 6 (1988): pp. 21-27. JSTOR (23. Mars 2009)
- Ennis, Richard M. og Michael D. Sebastian, Asset Allocation with Private Equity. The Journal of Private Equity, sommer (2005)
- Greer, Robert J, What is an Asset Class, Anyway? Investment opportunities consist of more than just capital assets. The Journal of Portfolio Management, vinter (1997)
- Harlow, W. V, Asset Allocation in a Downside-Risk Framework. Financial Analyst Journal, vol. 47, nr. 5, (1991): pp. 28-40 JSTOR (23. Mai 2009)
- Hart, Oliver, Corporate Governance: Some Theory and Implications. The Economic Journal, vol. 105, nr. 430 (1995): pp. 678 – 689. JSTOR (27. Mai 2009)

Hensel, Chris R, D. Don Ezra og John H. Ilkiw, The Importance of the Asset Allocation Decision. *Financial Analyst Journal*, vol. 47 nr. 4 (1991): pp. 65-72. JSTOR (20. februar 2009)

Hoevenaars, Roy P.M.M, Roederick D.J. Molenaar, Peter C. Schotman og Tom B.M. Steenkamp, Strategic asset allocation with liabilities: Beyond stocks and bonds. *Journal of Economic Dynamics & Control* 32 (2008), pp 2939 – 2970. Elsevier (10. Mai 2009)

Ibbotson, Roger G. og Paul D. Kaplan, Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? *Financial Analysts Journal*, Januar/Februar (2000)

Kozhemiakin, Alexander, The Risk Premium of Corporate Bonds. Non-monotonically related to credit ratings. *The Journal of Portfolio Management*, vinter (2007)

Kritzman, Mark og Don Rich, Bewate of Dogma. The truth about time diversification. *The Journal of Portfolio Management*, sommer (1998)

Lerner, Josh, Antoinette Schoar og Jialan Wang, Secrets of the Academy: The Drivers of University Endowment Success (2007). SSRN (10. Mai 2009)

Levy, Haim og Marshall Sarnat, International Diversification of Investment Portfolios. *The American Economic Review*, vol 60, nr. 4 (1970): pp. 668 – 675. JSTOR (6. Mai 2009)

Markowitz, Harry, Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, vol. 7, nr. 1 (1952): pp 77-91. JSTOR (10. April 2009)

Megginson, William L, Robert C. Nash og Matthias Van Randenborgh, The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, vol. 49, nr. 2 (1994): pp. 403-452 (29. mai 2009)

Odier, Patrick og Bruno Solnik, Lessons for International Asset Allocation. *Financial Analysts Journal*, vol. 49, nr. 2 (1993): pp. 63-77. JSTOR (10. april 2009)

Sharpe, William F, Integrated Asset Allocation. *Financial Analysts Journal*, vol. 43, nr. 5 (1987): pp 25-32. JSTOR (20. februar 2009)

Siegel, Jeremy J. og Richard H. Thaler, The Equity Premium Puzzle. *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, nr. 1 (1997): pp. 191-200. JSTOR (20. mai 2009)

Thomsen, Steen og Torben Pedersen, Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies, *Strategic Management Journal*, vol. 21, nr. 6 (2000): pp. 689 – 705. JSTOR (27. mai 2009)

Ødegaard, Bernt A, Hvor mange aksjer skal til for å ha en veldiversifisert portefølje på Oslo Børs? (2005)

<http://finance.bi.no/~bernt/papers/hvor_mange_aksjer/hvormangeHTML.html>
(27. Mai 2009)

8.3 Internettkilder

ABP 2007, Strategic Investment Plan

<http://www.abp.nl/abp/abp/images/Brochure%20Strategic%20Investment%20Plan%202007-2009%20doc.nr.26.1066.07_tcm108-46252.pdf> (10. Februar 2009)

Calpers 2007, Executive summary. Investment Performance

<<http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/press/news/invest-corp/exec-sum-invest-perform.pdf>> (10. Juni 2009)

Damodaran Online 2009

<<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> (10. Juni 2009)

DN.no 1 (23.04.2009) Åpen høring om forvaltningen av oljefondet

<<http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article1655587.ece>>
(10. juni 2009)

DN.no 2 (03.06.2009) Mistillit mot Brustad

<<http://www.dn.no/forsiden/politikkSamfunn/article1682041.ece>> (14. juni 2009)

DN.no 3 (20.05.2009) Laget ikke avtale for å stoppe Røkke

<<http://www.dn.no/energi/article1674211.ece>> (14. Juni 2009)

DN.no 4 (14.04.2009) Alt om Aker-saken

<<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article1649237.ece>> (14. Juni 2009)

DN.no (18.04.2006) Oljefondet irriterer Island

<<http://www.dn.no/forsiden/utenriks/article762981.ece>>

(14. juni 2009)

Eierberetningen.no

<<http://www.eierberetningen.nhd.no/index.gan?id=14546&subid=0>> (10. Juni 2009)

Gjedrem 2004,

<<http://www.norges-bank.no/upload/import/front/pakke/no/foredrag/2004/2004-09-30/figurer/figurer-2004-09-30.pdf>> (10. Mai 2009)

Harvard Management Company (2009) Policy Portfolio Evolution

<http://www.hmc.harvard.edu/org_chart/ppe.html> (20. februar 2009)

Harvard Management Company (2009) Historical Endowment Performance

<http://www.hmc.harvard.edu/org_chart/exhibit3.html> (20. februar 2009)

Japan`s pension pot. Capital thinking. The Economist 24.07.2008

<http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=11793172>

(10. februar 2009)

Kampanje, 24.10.2006 Fryktet Schibsted kontroll

< <http://www.kampanje.com/medier/article107030.ece>> (10. Juni 2009)

Kjær, Knut N. 2002. Høyest mulig avkastning for Petroleumsfondet < http://www.norges-bank.no/templates/article___41429.aspx> (20. februar 2009)

Lovdata (2005) Lov om Statens pensjonsfond <<http://www.lovdata.no/all/nl-20051221-123.html>> (20. Februar 2009)

Orkla Finans (2009) Private equity

<http://www.orklafinans.no/eway/default.aspx?pid=272&trg=Front_5698&Front_5698=5768:0:10,1891:1:0:0:::0:0> (20. Februar 2009)

Purehelp.no <www.purehelp.no> (10. Juni 2009)

Sovereign Wealth Fund Institute (2009) < <http://www.swfinstitute.org>> (20. Februar 2009)

Statistisk sentralbyrå. Formuesrekneskap for hushald. 2006 og 2007.

<<http://www.ssb.no/emner/05/01/iformue/tab-2009-04-17-01.html>> (20.10.2009)

Statistisk sentralbyrå. Offentlig eierskap (2009)

<<http://www.ssb.no/vis/emner/12/01/offregn/main.html>> (10. Juni 2009)

Watson Wyatt. (2008): Top global pension funds reach 10 trillion dollar mark

<http://www.watsonwyatt.com/europe/pubs/gim/media/GIM_top_global.pdf> (20. Februar 2009)

8.4 Offentlige dokumenter

Nasjonalbudsjettet 2006

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/20052006/stmeld-nr-1-2005-2006-.html?id=136265>> (10. Juni 2009)

Nasjonalbudsjettet 2007

<http://www.statsbudsjettet.dep.no/upload/Statsbudsjett_2007/dokumenter/pdf/stm.pdf> (10. juni 2009)

Nasjonalbudsjettet 2008

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2007-2008/stmeld-nr-1-2007-2008-.html?id=482933>> (10. Juni 2009)

Nasjonalbudsjettet 2009

<http://www.statsbudsjettet.dep.no/upload/Statsbudsjett_2009/dokumenter/pdf/stm.pdf> (10. Juni 2009)

Finansdepartementet (08.02.2009) Nye tiltak for næringsliv og husholdninger

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/pressemeldinger/2009/nye-tiltak-for-naringsliv-og-husholdning.html?id=545244>> (10. Juni 2009)

Stortingsmelding nr. 61 (1996-1997): Om eierskap i næringslivet
<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/19961997/stmeld-nr-61-1996-97-.html?id=331614>> (20.02.2009)

Stortingsmelding nr. 13 (2006 – 2007): Et aktivt og langsiktig eierskap
<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stmeld/2006-2007/Stmeld-nr-13-2006-2007-.html?id=441137>> (14 juni 2009)

Stortingsmelding nr. 16 (2007-2008): Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007 <
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2007-2008/stmeld-nr-16-2007-2008-.html?id=505748>> (20.05.2009)

St.prp. 1 (2008-2009)

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/aid/dok/regpubl/stprp/2008-2009/stprp-nr-1-2008-2009-.html?id=529389>> (10. Juni 2009)

St.prp. 23 (2008-2009)

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/kd/dok/regpubl/stprp/2008-2009/stprp-nr-23-2008-2009-.html?id=535731>> (10. Juni 2009)

St.prp. 35 (2008-2009): BaneTele AS – Salg av statens aksjer

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/regpubl/stprp/2008-2009/stprp-nr-35-2008-2009-.html?id=541000>> (10. Juni 2009)

NOU 2004: 07 (2004): Statens forretningsmessige eierskap. Organisering og forvaltning av eierskapet.

<<http://www.regjeringen.no/nb/dep/nhd/dok/nou-er/2004/nou-2004-07.html?id=385680>>
(10 juni 2009)

8.5 Rapporter

ABP 2008, Årsrapport 2008

<<http://abp.turnpages.nl/DS2/public/slot034/>> (10. Juni 2009)

Aker Solutions 2008, Årsrapport 2008

<<http://www.akersolutions.com/NR/rdonlyres/1F4DA53F-C5F0-4E8B-B2FB-439A47213CAE/18472/%C3%85rsrapport2009.pdf>>

(10. juni 2009)

Alaska Permanent Fund, Årsrapporter 1996 - 2008

<<http://www.apfc.org/home/Content/reportspublications/reportArchive.cfm>>

(10. Mars 2009)

Avinor AS 2008, Årsrapport 2008

<http://www.avinor.no/avinor/finansiellinformasjon/40_%C3%85rsrapporter> (8. Juni 2009)

Beivvas, årsmelding 2007

<http://www.beivvas.no/govat/doc/rsmelding_2007.pdf> (10. Juni 2009)

Cermaq, diverse årsrapporter

DnBNOR, diverse årsrapporter

Den nationale scene, årsrapport 2008

<http://www.dns.no/images/dns_asrapport_2008.pdf>

Den norske opera og ballet, årsrapport 2008

<http://www.operaen.no/Files/Billeder/Operaen/PDF/DNO_B_%C3%85rsmeldig_2008.pdf> (10. Juni 2009)

Eksportfinans, årsrapport 2009

<<http://www.eksportfinans.no/Omoss/FinansielleFakta/~media/7ABFE718241C4148A9B3F10441BC2A87.ashx> 2008> (10. Juni 2009)

Entra Eiendom, 4. Kvartalsrapport 2008

<http://www.entraeiendom.no/upload/Finans/DeI%C3%A5rsrapporter/2008/Q4_2008.pdf>

(10. juni 2009)

Gassnova, årsrapport 2008

<http://www.gassnova.no/gassnova2/frontend/files/CONTENT/om_oss/styrende_dokumenter/arsrapport/Arssrapport_GassnovaSF_08.pdf> (10. Juni 2009)

GPI, årsrapporter 2001 – 2007

<<http://www.gpif.go.jp/eng/index.html>> (10. Juni 2009)

Husbanken, årsrapport 2008

<<http://www.husbanken.no/Toppmeny/Om%20Husbanken/~/.media/A6EF7F27A3EA4BCC8778C5F3D9A24DFF.ashx>> (10. Juni 2009)

Kommunalbanken 2008, Årsrapport

<<http://www.kommunalbanken.no/default.aspx?m=277>> (06. Juni 2009)

Kongsberg Gruppen, diverse årsrapporter

Nationaltheatret, årsrapport 2007

<http://www.nationaltheatret.no/Nationaltheateret/Om_oss/Arsmeldinger/filestore/rsmelding20080903ver11skjerm.pdf> (10. Juni 2009)

Norfund, årsrapport 2008

<http://www.norfund.no/images/stories/annual_reports/final_annual_report.pdf>
(10. juni 2009)

Norsk Hydro, diverse årsrapporter

Norsk samfunnsvitenskapelige datatjeneste 2008, Årsrapport 2008

<http://www.nsd.uib.no/nsd/doc/nsd_annualreport2008.pdf> (10. Juni 2009)

Norsk Tipping 2008, Årsrapport 2008

<<https://www.norsk-tipping.no/page?id=207>> (10. Juni 2009)

NRK 2008, Årsregnskap 2008

<<http://www.nrk.no/contentfile/file/1.6609085!NRKokonomi2008.pdf>> (8. Juni 2009)

NSB AS 2008, Årsrapport

<http://www.nsb.no/om_nsb/aarsrapporter/nsb-konsernets-aarsrapporter-article25168-2710.html> (6. Juni 2009)

Petoro, årsrapport 2008

<http://www.petoro.no/Petoro_aarsrapp_2008.pdf> (10. Juni 2009)

Posten AS 2008, Årsrapport

<<http://www.postennorge.no/Konsernet/Finansiell+informasjon/1674.cms>> (6. Juni 2009)

Rogaland Teater, årsrapport 2008

<<http://www.rogaland-teater.no/newsread/ReadImage.asp?WCI=GetByID&IMAGEID=12&DOCID=11734>>
(10. juni 2009)

SAS, diverse årsrapporter

Simula, årsrapport 2008

<http://simula.no/about/annual/simula_annual2008web.pdf/view> (10. Juni 2009)

Statens pensjonsfond Norge (Folketrygdfondet) 1996 – 2008, Årsrapport

<<http://www.folketrygdfondet.no/rapporter.html>> (vår 2009)

Statens pensjonsfond utland (Petroleumsfondet) 1999 - 2008, Årsrapport

<http://www.norges-bank.no/templates/reportroot___65157.aspx> (vår 2009)

Statkraft SF , Årsrapport 1999 – 2008

<http://www.statkraft.no/pro/finansiell_informasjon/rapporter/aarsrapporter/index.asp>
(10. mai 2009)

Statnett, årsrapport 2008

<http://www.statnett.no/Documents/Om_Statnett/Finans/%C3%85rsrapporter/Statnett_Norsk%20%C3%85rsrapport%202008_WEB_enkeltsider.pdf> (10. Juni 2009)

Statskog SF, årsrapporter

<<http://www.statskog.no/index.asp?startID=&topExpand=&subExpand=&strUrl=/applications/system/publish/view/showobject.asp?infoobjectid=1002279&context=7&menuid=1000507>> (10. Juni 2009)

StatoilHydro, diverse årsrapporter

Telenor ASA, diverse årsrapporter

Tranøy, Bent Sofus, Bård Jordfald og Espen Løken (2007): Krevende eierskap. Statlig eierskap mellom finansiell styring og industrielle ambisjoner. Fafos Rådsprogram 2006-2008 (Fafo-rapport 2007:20)

TV2 2006, Årsrapport 2006

<http://pub.tv2.no/multimedia/TV2/archive/00553/TV_2_Gruppen_AS_-_553804a.pdf> (10. juni 2009)

UNIS, årsrapport 2008

<http://www.unis.no/30_ABOUT_UNIS/4010_Root/documents/annual_report_2008/annual_report_2008.pdf> (10. Juni 2009)

Uninett, balanse 2008

<<http://forskningsnett.uninett.no/om/balanse08.pdf>> (10. Juni 2009)

Vinmonopolet, årsrapport 2008

<http://www.vinmonopolet.no/is-bin/INTERSHOP.enfinity/WFS/store-vmp-Site/no_NO/-/NOK/viewCMS-Start?id=95> (10. Juni 2009)

Yale Endowment (2000-2008) Endowment Update <<http://www.yale.edu/investments>> (10. Mai 2009)

Yara International, diverse årsrapporter

Vedlegg 1: Oversikt over statlig eierskap i Norge

Staten kategoriserer eierskapet ut fra statens mål med eierskapet, der kategori 1 er selskaper med forretningsmessige mål, kategori 2 er selskaper med forretningsmessige mål og nasjonal forankring av hovedkontor, kategori 3 er selskaper med forretningsmessige mål og andre spesifikt definerte mål og kategori 4 er selskaper med sektorpolitiske mål.

Organisering viser ansvarlig departement, der NHD er Nærings og Handelsdepartementet, OED er Olje- og energidepartementet, SFD er Samferdselsdepartementet, FKD er Fiskeri- og kystdepartementet, KRD er Kommunal- og regionaldepartementet, LMD er Landbruks- og matdepartementet, JPD er Justis- og politidepartementet, AID er Arbeids- og inkluderingsdepartementet, KKD er Kultur- og kirke departementet, HOD er Helse og Omsorgsdepartementet og KSD er Kunnskapsdepartementet.

Oversikten under viser hvilke selskaper staten eier direkte, dvs. at forvaltningen gjøres av et departement. Jeg skiller mellom børsnoterte og unoterte selskaper. Verdiene er per 31.12.08 hvis ikke annet fremgår av kommentarene. Så langt det har latt seg gjøre ser jeg på konsernverdier.

Selskap	Markedsverdi / estimert verdi	Bokført verdi	Eierandel	Statens verdi	Organisering	Kategori	Kommentar
Indirekte investeringer							
Aker Holding	4 965,29	16 065,00	30,00 %	1 489,59	NHD	2	68
- Aker Solutions	12 330,00		40,27 %	4 965,29			69
Argentum Fondsinvesteringer AS	3 746,00	3 746,00	100,00 %	3 746,00	NHD	1	70
Innovasjon Norge	872,00	872,00	100,00 %	872,00	NHD	4	71
Venturefondet AS	-	23,90	100,00 %	-	NHD	1	72
Norfund	5 302,36	5 302,36	100,00 %	5 302,36	DU	4	73
SIVA SF	692,00	692,00	100,00 %	692,00	NHD	4	74
Sum indirekte investeringer	15 577,65	26 701,26		12 101,95			

Selskap	Markedsverdi / estimert verdi (mill/NOK)	Bokført verdi (mill/NOK)	Eierandel	Statens verdi (mill/NOK)	Organisering	Kategori	Kommentar
Direkte investeringer (børsnoterte)							
Cermaq	2 442,00	4 292,50	43,54 %	1 063,25	NHD	2	1
DnB NOR ASA	35 982,90	77 064,00	34,00 %	12 234,19	NHD	2	2
Kongsberg Gruppen ASA	9 840,00	1 878,00	50,00 %	4 920,00	NHD	2	3
Norsk Hydro AS	33 535,86	52 808,00	43,82 %	14 695,41	NHD	2	4
SAS AB	5649,796103	7 867,69	14,30 %	807,92	NHD	1	5
StatOilHydro ASA	363 186,91	214 079,00	66,67 %	242 136,71	OED	2	6
Telenor ASA	76 760,25	80 947,00	53,97 %	41 427,51	NHD	2	7
Yara International ASA	43 111,62	30 103,00	36,20 %	15 606,41	NHD	2	8
Sum børsnoterte	570 509,34	469 039,19		332 891,39			

Selskap	Markedsverdi / estimert verdi	Bokført verdi	Eierandel	Statens verdi	Organisering	Kategori	Kommentar
Direkte investeringer (ikke børsnotert)							
Baneservice	121,80	121,80	100,00 %	121,80	SFD	1	9
Eksportfinans ASA	7 208,18	7 208,18	15,00 %	1 081,23	NHD	1	10
Entra Eiendom AS	5 724,40	5 724,40	100,00 %	5 724,40	NHD	1	11
Flytoget AS	861,86	861,86	100,00 %	861,86	NHD	1	12
Mesta AS	2 619,50	2 015,00	100,00 %	2 619,50	NHD	1	13
Secora AS	126,00	63,00	100,00 %	126,00	FKD	1	14
Nammo AS	1 225,20	1 021,00	50,00 %	612,60	NHD	2	15
BaneTele AS	1 400,00	717,00	50,00 %	700,00	NHD	3	16
Electronic Chart Centre AS	17,00	17,00	100,00 %	17,00	NHD	3	17
Kommunalbanken AS	2 204,99	2 204,99	80,00 %	1 763,99	KRD	3	18
NSB AS	6 219,00	6 219,00	100,00 %	6 219,00	SFD	3	19
Posten Norge AS	6 441,25	5 153,00	100,00 %	6 441,25	SFD	3	20
Statkraft SF	111 283,20	69 552,00	100,00 %	111 283,20	NHD	3	21
Store Norske Spitsbergen Kulkompani AS	343,00	490,00	99,94 %	342,79	NHD	3	22
Veterinærmedisinsk Oppdragscenter AS	34,00	34,00	51,00 %	17,34	LMD	3	23
Avinor AS	9 284,60	9 284,60	100,00 %	9 284,60	SFD	4	24
Bjørnøen AS	-	4,04	100,00 %	-	NHD	4	25
Enova SF	-	9,90	100,00 %	-	OED	4	26
Gassco AS	-	13,60	100,00 %	-	OED	4	27
Itas amb AS	24,00	24,00	53,40 %	12,82	JPD/AID	4	28
Kings Bay AS	-	8,40	100,00 %	-	NHD	4	29
Kompetansesenter for IT i helse- og sosialsektoren AS	-	10,90	80,50 %	-	HOD/AID	4	30
Norsk Eiendomsinformasjon AS	46,00	46,00	100,00 %	46,00	JPD	4	31
Norsk Rikskringkasting AS	3 183,55	1 273,42	100,00 %	3 183,55	KKD	4	32
Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste AS	-	23,00	100,00 %	-	KSD	4	33
Norsk Tipping AS	2 990,05	854,30	100,00 %	2 990,05	KKD	4	34
Petoro AS	-	38,08	100,00 %	-	OED	4	35
Simula Research Laboratory AS	13,90	13,90	80,00 %	11,12	KSD	4	36
Statnett SF	6 585,00	6 585,00	100,00 %	6 585,00	OED	4	37
Statskog SF	281,95	281,95	100,00 %	281,95	LMD	4	38
UNINETT AS	131,29	131,29	100,00 %	131,29	KSD	4	39
Universitetssenteret på Svalbard AS	-	8,06	100,00 %	-	KSD	4	40
AS Vinmonopolet	417,10	417,10	100,00 %	417,10	HOD	4	41
Gassnova SF	27,98	27,98	100,00 %	27,98	OED	4	42
AS Rehabil	9,45	9,45	100 %	9,45	AID	-	43
Blindes Produkter AS	16,98	16,98	44,40 %	7,54	AID	-	44
Eksportutvalget for fisk AS	160,51	160,51	100 %	160,51	FKD	-	45
NOFIMA AS	81,79	81,79	56,80 %	46,46	FKD	-	46
Husbanken	-	78,09	100 %	-	KRD	-	47
Nationaltheatret AS	-	21,22	100 %	-	KKD	-	48
Filmparken AS	-	25,68	77,60 %	-	KKD	-	49
Rogaland Teater	-	24,72	72 %	-	KKD	-	50
Bealvvas Sami Teater AS	-	0,90	40 %	-	KKD	-	51
Norsk opplagskontroll AS	-	0,14	33 %	-	KKD	-	52
Rosenkrantzgt 10 AS	8,07	8,07	3 %	0,24	KKD	-	53
Staur Gård AS	1,55	1,55	100 %	1,55	LMD	-	54
Klimen Sjøvarelaboratoriet AS	10,45	10,45	51 %	5,33	LMD	-	55
Instrumenttjenesten AS	9,67	9,67	45 %	4,35	LMD	-	56
Graminor AS	57,04	57,04	28,20 %	16,08	LMD	-	57
Bioparken AS	6,21	6,21	8 %	0,50	LMD	-	58
Helse Midt-Norge RHF	-	3 141,00	100,00 %	-	HOD	RHF	59
Helse Nord RHF	-	5 541,00	100,00 %	-	HOD	RHF	60
Helse Sør-Øst RHF	-	22 915,00	100,00 %	-	HOD	RHF	61
Helse Vest RHF	-	7 098,00	100,00 %	-	HOD	RHF	62
Andøya Rakettskytefelt AS	23,84	23,84	90,00 %	21,46	NHD	-	63
Den Norske Opera og Ballett AS	-	-7,10	90,00 %	-	KKD	-	64
AS Den Nationale Scene	-	7,84	66,67 %	-	KKD	-	65
Carte Blanche AS	-	2,50	70,00 %	-	KKD	-	66
Trøndelag Teater AS	-	9,53	66,68 %	-	KKD	-	67
<i>Sum direkte investeringer (unoterte selskaper)</i>	<i>169 200,34</i>	<i>159 701,81</i>		<i>161 176,88</i>			
Sum direkte investeringer	739 709,68	628 741,01		494 068,27			

1. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser. Markedsverdi er basert på sluttnotering Oslo Børs. Alle tall er per 31.12.2008. Kilde: Årsrapport 2008, Cermaq
2. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser. Markedsverdi er basert på sluttnotering Oslo Børs. Alle tall er per 31.12.2008. Kilde: Årsrapport 2008, DnBNOR
3. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser. Markedsverdi er basert på sluttnotering Oslo Børs. Alle tall er per 31.12.2008. Kilde: Årsrapport 2008, Kongsberg
4. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser. Markedsverdi er basert på sluttnotering Oslo Børs. Alle tall er per 31.12.2008. Kilde: Årsrapport 2008, Norsk Hydro
5. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser. Markedsverdi er basert på sluttnotering Stockholm Børs. Alle tall er per 31.12.2008. Omregnet til norske kroner, valutakurs per 31.12 SEK/NOK = 110,35 Kilde: Årsrapport 2008, SAS
6. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser. Markedsverdi er basert på sluttnotering Oslo Børs. Alle tall er per 31.12.2008. Kilde: Årsrapport 2008, Kongsberg
7. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser. Markedsverdi er basert på sluttnotering Oslo Børs. Alle tall er per 31.12.2008. Kilde: Årsrapport 2008, Kongsberg
8. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser. Markedsverdi er basert på sluttnotering Oslo Børs. Alle tall er per 31.12.2008. Kilde: Årsrapport 2008, Kongsberg
9. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser, per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved en P/B = 1, basert på P/B verdier av Damodaran. Kilde: Årsrapport 2008, Baneservice og Damodaran 2009.
10. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved en P/B = 1, siden selskapet driver med finans og finansielle eiendeler i hovedsak er vurdert til virkelig verdi. Kilde: Årsrapport 2008, Eksportfinans
11. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser, per 4. Kvartal 2008. Årsrapport for 2008 forelå ikke på tidspunktet. Markedsverdi er estimert ved P/B = 1 siden eiendom vurderes til virkelig verdi i regnskapene. Kilde: 4. kvartalsrapport 2008, Entra Eiendom
12. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser, per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved P/B = 1, basert på Damodaran. Kilde: Årsrapport 2008, Flytoget og Damodaran, 2009.
13. Bokført egenkapital er for konsern uten minoritetsinteresser, per 2. kvartal 2008. Markedsverdi er estimert ved P/B = 1,3, basert på Damodaran. Kilde: Halvårsrapport 2008 fra Eierberetningen og Damodaran, 2009.
14. Bokført egenkapital er for konsern uten minoritetsinteresser, per 2. Kvartal 2008. Markedsverdi estimert ved P/B = 2, basert på Damodaran. Kilde: Halvårsrapport 2008 fra Eierberetningen og Damodaran, 2009.
15. Bokført egenkapital for konsern uten minoritetsinteresser, per 2. Kvartal 2008. Markedsverdi estimert ved P/B = 1,2, basert på Damodaran. Kilde: Halvårsrapport 2008 fra Eierberetningen og Damodaran, 2009.
16. Selskapet ble solgt i begynnelsen av 2009 for ca 715 millioner kr. Estimert markedsverdi er basert på denne salgsprisen. (St. prp. 35, 2008-2009)
17. Bokført egenkapital for konsern uten minoritetsinteresser, per 2. Kvartal 2008. Markedsverdi er estimert ved P/B = 1, basert på Damodaran. Kilde: Halvårsrapport 2008 fra Eierberetningen og Damodaran, 2009.
18. Bokført egenkapital for konsern minus minoritetsinteresser, per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved P/B = 1, siden dette hovedsakelig er finansielle eiendeler. Kilde: Årsrapport 2008, Kommunalbanken
19. Bokført egenkapital for konsern uten minoritetsinteresser, per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved P/B = 1, basert på Damodaran. Kilde: Årsrapport 2008, NSB og Damodaran, 2009.
20. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser, per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved P/B = 1,25 basert på Damodaran. Kilde: Årsrapport 2008, Posten og Damodaran, 2009.
21. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser, per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved P/B = 1,6 basert på Damodaran. Kilde: Årsrapport 2008, Statkraft og Damodaran, 2009.
22. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser, per 2. Kvartal 2008. Markedsverdi er estimert ved P/B = 0,7, basert på Damodaran. Kilde: Halvårsrapport 2008 fra Eierberetningen og Damodaran, 2009.
23. Bokført egenkapital er per 31.12.2007. Konsernverdi ikke kjent. Estimert markedsverdi ved P/B = 1 på bakgrunn av manglende informasjon. Kilde: purehelp.no
24. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser, per 31.12.2008. Estimert markedsverdi ved P/B = 1, basert på Damodaran. Kilde: Årsrapport 2008, Avinor og Damodaran, 2009.
25. Bokført egenkapital er per 31.12.07 og markedsverdi er estimert ved P/B = 0, siden bedriften ikke har økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
26. Bokført egenkapital er per 31.12.07 og markedsverdi er estimert ved P/B = 0, siden bedriften ikke har økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
27. Bokført egenkapital er per 31.12.07 og markedsverdi er estimert ved P/B = 0, siden bedriften ikke har økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
28. Bokført egenkapital er per 31.12.08 og markedsverdi er estimert ved P/B = 1, siden bedriften er holdt for salg. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no

29. Bokført egenkapital er per 31.12.07 og markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, siden bedriften ikke har økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
30. Bokført egenkapital er per 31.12.07 og markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, siden bedriften ikke har økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
31. Bokført egenkapital er per 31.12.07 og markedsverdien er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
32. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser per 31.12.08. Markedsverdi er vanskelig å estimere siden NRK har rett til å kreve inntekter gjennom lisens. Denne monopolsituasjonen er unik og potensielt svært verdifull, men det er lite trolig at staten ville latt en slik monopolsituasjon tilfalle en privat bedrift. Da Schibsted solgte sin eierandel i TV2 ble selskapet verdsatt til en P/B på 5,42 (Kampanje, 2006 og TV2, 2006). Jeg velger en P/B på 2,5 som estimat på NRK sin markedsverdi. Kilde: Årsrapport 2008, NRK
33. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, fordi alle inntekter er i form av støtte fra staten. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
34. Bokført egenkapital er for konsern minus minoritetsinteresser, per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved en $P/B = 3,5$, basert på Damodaran. Kilde: Årsrapport 2008, Norsk Tipping og Damodaran, 2009.
35. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, siden formålet ved driften ikke er økonomisk. Kilde: Årsrapport 2008, Petoro.
36. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: Årsrapport 2008, Simula.
37. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: Årsrapport 2008, Statnett.
38. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$, men siden selskapet eier så store eiendommer er verdien potensielt mye høyere. Det krever imidlertid en omlegging av formålet med selskapet og tas ikke stilling til her. Kilde: Årsrapport 2008, Statskog.
39. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: Årsrapport 2008, Uninett.
40. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$, siden det ikke er økonomisk formål. Kilde: Årsrapport 2008, UNIS
41. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Også her er det vanskelig å estimere markedsverdi fordi monopolsituasjonen potensielt er svært gunstig, men det er lite trolig at staten vil la en privat aktør få en slik monopolsituasjon. Selskapet er likevel så lønnsomt at det har finansiell verdi for staten. Kilde: årsrapport 2008, Vinmonopolet
42. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: Årsrapport 2008, Gassnova
43. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
44. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
45. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
46. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
47. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, pga ikke økonomisk formål. Kilde: Årsrapport 2008, Husbanken.
48. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, siden over 70% av driftsinntektene er tilskudd fra staten. Kilde: Årsrapport 2007, Nationaltheatret
49. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: purehelp.no
50. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, siden over 60% av inntektene er tilskudd fra staten. Kilde: Årsrapport 2008, Rogaland Teater
51. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, siden over 90% av inntektene er tilskudd fra andre. Kilde: Årsrapport 2007, Beivvas.
52. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, siden det ikke har økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
53. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
54. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
55. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
56. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no

-
57. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
58. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: eierberetningen.no og purehelp.no
59. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, pga manglende økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no
60. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, pga manglende økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no
61. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, pga manglende økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no
62. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, pga manglende økonomisk formål. Kilde: eierberetningen.no
63. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 1$. Kilde: purehelp.no
64. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, siden over 70% av inntektene er fra tilskudd. Kilde: Årsrapport 2008, Den norske opera og ballett
65. Bokført egenkapital er per 31.12.08. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$, siden over 70% av inntektene er fra tilskudd. Kilde: Årsrapport 2008, Den nationale scene
66. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$. Kilde: purehelp.no
67. Bokført egenkapital er per 31.12.07. Markedsverdi er estimert ved $P/B = 0$. Kilde: purehelp.no
68. Kilde: Eierberetningen.no
69. Kilde: Årsrapport 2008, Aker Solutions
70. Kilde: eierberetningen.no
71. Kilde: eierberetningen.no
72. Kilde: eierberetningen.no
73. Kilde: Norfund årsrapport 2008
74. Kilde: eierberetningen.no
75. I tillegg har Finansdepartementet en eierandel i Nordiske Investeringsbanken, som er verdt ca 4 milliarder norske kroner.

Vedlegg 2: Strategisk allokering

	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Asjer Industriell	46 194	113 401	102 300	128 757	277 323	362 945	378 017	484 141	600 104	816 746	1 057 761	1 080 749
Obligasjoner	-	-	-	-	6 297	4 956	1 159	1 517	-	-	-	-
Miljøfond	46 194	113 401	171 832	222 488	386 449	613 886	609 010	845 306	1 016 402	1 399 050	1 783 633	2 018 644
Statens petroleumfond	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Obligasjoner Innlend	89 277	94 302	99 639	96 618	102 956	105 911	112 259	122 843	139 261	139 486	42 420	38 686
Obligasjoner utlend	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Asjer Innlend	13 240	16 796	14 114	19 904	21 037	23 033	19 176	25 575	33 783	41 885	52 472	60 253
Asjer utlend	-	-	-	-	-	1 012	882	5 489	7 057	8 679	10 957	9 631
Kontanter	-	-	234	922	588	54	145	922	988	1 245	1 112	1 099
Statens pensjonsfond Innlend	102 517	111 088	107 967	117 444	124 581	130 020	132 461	154 689	175 090	195 315	208 940	116 841
Obligasjoner	-	-	-	-	-	2 444	2 485	2 341	1 998	2 239	1 880	1 600
Kontanter	-	-	-	-	-	33	28	12	31	7	142	101
Private equity	-	-	-	-	-	-	74	268	478	835	1 364	2 043
Argentum	-	-	-	-	-	2 477	2 587	2 621	2 507	3 080	3 336	3 744
Cemex	-	-	-	-	-	2 192	1 972	1 935	2 046	2 205	3 664	3 081
DubNor	-	-	-	-	-	-	-	18 250	26 961	32 727	40 143	37 677
Kongesberg Gruppen	693	912	912	1 890	1 275	1 448	1 358	1 590	1 485	1 875	2 625	5 065
Norsk Hydro AS	40 293	41 986	30 015	49 356	49 556	49 306	36 257	47 934	54 091	78 585	108 992	42 418
SAS AB	1 622	2 421	1 594	2 095	2 197	1 947	964	1 480	1 297	2 090	2 504	1 644
Statohydro	100 729	107 667	104 801	114 317	144 589	108 654	103 555	132 320	157 075	238 048	253 730	336 601
Telenor	30 000	29 944	36 888	39 423	53 770	54 051	37 133	49 149	51 956	61 019	106 327	117 663
Vera International	-	-	-	-	-	-	-	9 134	9 134	11 199	15 548	26 548
Direkte børsnoterte investeringer	173 336	182 350	174 125	196 910	246 387	211 797	181 240	222 639	304 045	427 742	533 394	570 848
Statkraft	23 168	26 630	28 070	35 232	38 669	50 109	49 312	54 510	52 685	63 056	99 995	66 532
Finansporteføllen:												
Asjer utlend	-	-	69 532	93 651	139 126	251 743	231 875	366 634	423 365	593 938	736 659	967 716
Asjer Innlend (passiv)	13 240	16 796	14 114	19 904	21 037	23 033	19 176	25 575	33 783	41 885	52 472	60 253
Obligasjoner Innlend	46 194	113 401	102 300	128 757	227 323	362 945	378 017	484 141	600 104	816 746	1 057 761	1 080 749
Obligasjoner Innlend	89 277	94 302	99 639	96 618	102 956	105 911	112 259	122 843	139 261	139 486	42 420	38 686
Private equity	196 504	203 580	202 385	232 142	238 056	261 905	224 552	307 139	356 730	493 798	593 399	637 493
Direkte investeringer	-	-	234	922	588	87	173	994	1 019	1 252	1 254	1 201
Kontanter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sum	345 215	434 079	482 014	571 994	757 865	1 008 889	996 610	1 309 916	1 590 728	2 084 243	2 487 549	2 776 638

Dette vedlegget viser grunnlaget for aktivaallokeringen til statens eierskap.

Statens pensjonsfond utland: Aktiva allokering												
(mill/NOK)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Kontanter												
Aksjer utviklingsland												
Aksjer industriland			69532	93651	152829	245796	229834	359648	416288	582304	725922	957855
Aksjer innland												
Obligasjoner	46194	113401	102300	128757	227323	362945	378017	484141	600104	816746	1057761	1060749
Realaktiva												
Absolute return and special situations					6297	4945	1159	1517				
Private equity												
Totalportefølje	46194	113401	171832	222408	386449	613886	609010	845306	1016402	1399050	1783683	2018644

* miljøfondet inkludert i absolute return and special situations

Aksjer	0%	0%	40%	42%	40%	40%	38%	43%	41%	42%	41%	47%
Obligasjoner	100%	100%	60%	58%	59%	59%	62%	57%	59%	58%	59%	53%
Miljøfond	0%	0%	0%	0%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Statens pensjonsfond Norge: Aktiva allokering												
(mill/NOK)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Stats- og statsgaranterte verdipapirer	89277	94302	67716	71372	77819	82677	89528	100086	107378	112261	15239	38836
Private- og kommunale verdipapirer			25920	25246	25107	23234	22731	22757	25883	27235	27181	
Obligasjoner utland												6802
Kontanter			234	922	588	54	145	922	988	1245	1112	1099
Andre plasseringer			3									
Aksjer, grunnfondsbevis og konvertible	13240	16796	14114	19904	21037	23053	19176	25575	33783	41895	52472	60253
Aksjer utland						1012	882	5469	7057	8679	10037	5831
Totalportefølje	102517	111098	107987	117444	124581	130020	132461	154809	175090	191315	106940	116841

Aksjonens Statens private equity ordning												
første driftsår 2003	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Cash						33,307	27,657	12,025	31,28	6,725	141,998	120,824
Obligasjoner						2444,074	2426,122	2341,837	1997,849	2238,785	1824,95	1593,599
Private equity investeringer						0	74,307	258,449	477,513	834,625	1364,441	2043,257
Totalportefølje						2477,381	2498,086	2621,311	2506,642	3080,136	3336,389	3763,68
<i>cash framkommer som netto med fradrag for gjeld (oppløst i utlandet)</i>												
Ærverft:												
SND						50%	50%	50%				
SVA						50%	50%	50%				
N-D									100%	100%	100%	100%

Cernex												
(mill/NOK)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Markedsverdi						2760,334	2483,471	2436,513	2576,574	5064,375	8415,20374	7076,25
Ubetalt utbytte						0	0	0	0	204,347	170,445	391,078
Statens eierandel						75,40%	75,40%	75,40%	75,40%	43,54%	43,54%	43,54%
Statens andel av markedsverdi						2191,74896	1871,47504	1834,90822	2065,27956	2226,02875	3669,57882	3083,8952
Antall aksjer (mill)												
Aksjekurs										92,5	91,47	92,5
Bokført verdi										3522,123	4261,699	4217,842
P/B										1,44	1,97	1,68

DAB NOR ASA												
(mill/NOK)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Markedsverdi								58 120,80	79 296,53	96 254,99	118 068,88	110 610,28
Ubetalt utbytte								2 909,00	3 410,00	3 410,00	4 680,00	5 336,00
Statens eierandel								31,60%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Statens andel av markedsverdi								11 269,83	16 961,82	12 726,70	10 142,74	17 669,50
Antall aksjer (mill)												
Aksjekurs										130,61	132,14	133,67
Bokført verdi										44,40	59,75	71,00
P/B										41,67,00	50,47,00	57,407,00
										1,30	1,57	1,68

Kangsheng Gruppen ASA												
(mill/NOK)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Markedsverdi	1386	1824	1824	3780	2560	2895	2715	1 180,00	2 970,00	3 750,00	5 250,00	10 120,00
Ubetalt utbytte	15,55	21,12	24	49	67,5	0	0	63,00	30,00	60,00	65,00	75,00
Statens eierandel	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Statens andel av markedsverdi	693,00	912,00	912,00	1 890,00	1 275,00	1 447,50	1 357,50	590,00	1 485,00	1 875,00	2 625,00	5 062,50
Antall aksjer (mill)	24	24	24	30	30	30	30	30	30	30,00	30,00	30,00
Aksjekurs	57,8	75	75	126	85	96,5	91,5	106	99	125	175	339
Bokført verdi	975	1042	1106	1400	1406	1338	1341	1 445,00	1 470,00	1 695,00	1 674,00	2 747,00
P/B	1,42	1,75	1,65	2,54	1,81	1,88	1,56	2,20	2,02	2,51	3,14	3,70

Morak Hydro AS												
(mill/NOK)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Markedsverdi	2205	8225,5	5893	8517,6	9541,8	10041,6	8773,3	10549,3	123 495,30	179 412,70	249 841,00	96 841,80
Ubetalt utbytte	1374	1504	1718	1718	2594	2470	2576	2 711,00	2 811,00	5 021,00	5 506,00	6 134,00
Statens eierandel	51%	51%	51%	43,8%	43,8%	43,8%	43,8%	43,80%	43,80%	43,80%	43,80%	43,80%
Statens andel av markedsverdi	4029,55	4186,05	3005,63	3624,988	4200,584	4395,808	3825,334	4624,134	54 080,94	78 584,95	108 922,36	42 418,02
Antall aksjer (mill)	229	229	229	265,6	265,6	265,6	265,6	265,60	265,60	265,60	1 286,00	1 286,00
Aksjekurs	345	359,5	257	326	359	378	326	310,5	430,50	477,00	693,00	77,00
Bokført verdi	41547	45717	42991	59657	70127	74793	75867	88 080,00	85 090,00	95 496,00	96 496,00	54 045,00
P/B	1,30	1,80	1,22	1,51	1,42	1,34	1,09	1,24	1,44	1,88	2,58	1,79

SAS AB (mli./NOE)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Markaðsverði	3543	4241	3028	4289	4394,5	9620,462931	6744,5	12352,67463	9071,891176	14017,59562	17970,99342	11437,69621
Liðbættar tölur	157,45	131,6	171,9	173,9	176,25	754	0	0	0	0	0	0
Stærðis eðrandi	50 %	50 %	50 %	50 %	50 %	14,30 %	14,30 %	14,30 %	14,30 %	14,30 %	14,30 %	14,30 %
Stærðis andi af markaðsverði	1621,5	2420,5	1504	2044,5	2177,25	1347,129745	964,6685	1480,428278	1297,251838	2090,311012	2503,871869	1664,168842
SAS Merge ASA												
Arztali aksjar (mli)	47	47	47	47	47	361,816	1615	164,5700	164,50	164,50	164,50	164,50
Aksjuleið	69	123	66	67	67	53,5	52,371251	41	42,33	51,15	88,86	105,44
Bokfart verdi	3722,857143	3496	3852,12	4074,9	4575,92	13133,98279	12506,985	12135,19	10257,06	9781,88	14 953,08	14 424,75
P/B	0,87	1,39	0,78	1,00	0,96	0,72	0,54	0,85	0,68	1,49	1,17	0,80
Statohydro ASA												
Arztali aksjar (mli./NOE)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Markaðsverði	100 729,20	107 686,80	104 800,80	114 816,80	144 588,60	133 122,01	126 719,40	161 922,24	205 783,25	328 752,25	367 905,75	538 881,25
Liðbættar tölur	1804	1600	2040	135	1702	3668	6368	6262,00	6 930,00	11 631,00	17 256,00	19 596,00
Stærðis eðrandi	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	81,72 %	81,72 %	81,72 %	76,33 %	70,50 %	70,50 %	62,50 %
Stærðis andi af markaðsverði	100 729,20	107 686,80	104 800,80	114 816,80	144 588,60	108 813,87	103 555,10	132 320,41	157 874,58	238 048,36	263 790,27	336 900,85
Arztali aksjar (mli)				43 827,64		2164 3856	2166 143625	2 156,14	2 156,14	2 166,14	2 166,14	3 188,65
Aksjuleið						61,5	58,5	74,75	85,00	105,00	165,25	168,00
Bokfart verdi	38742	41418	43328	42968	50511	52258	62215	70 901,00	85 778,00	108 696,00	126 670,00	177 276,00
P/B	2,60	2,60	2,60	2,60	2,60	2,54	2,03	2,28	2,40	3,09	2,82	3,64
Telenor ASA												
Arztali aksjar (mli./NOE)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Markaðsverði	30000	29 944,32	30 820,80	39 423,36	69202,63292	69568,0633	47790,76566	78 474,93	96 213,34	113 000,28	197 018,19	218 018,63
Liðbættar tölur	550	950	570	700	500	532	621	880,00	1 154,00	2 395,00	3 889,00	4 201,00
Stærðis eðrandi	100 %	100 %	100 %	100 %	77,20 %	77,20 %	77,20 %	62,53 %	53,90 %	53,92 %	53,92 %	53,92 %
Stærðis andi af markaðsverði	30000	29944,32	30820,8	39423,36	53770,46578	54050,50019	37113,46659	48148,86698	52854,7396	63018,63115	106327,4807	117965,0311
Arztali aksjar (mli)	0,72	0,72	0,72	0,84	1812,151899	1812,151899	1803,428172	1 804,02	1 749,70	1 706,57	1 680,27	1 680,27
Aksjuleið				38,4	38,4	38,6	26,5	43,50	55,00	66,25	137,25	125,75
Bokfart verdi	15621	15096	15915	18313	38076	42765	34484	89 013,00	40 184,00	56 299,00	61 380,00	72 998,00
P/B	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,67	1,39	2,01	2,39	3,01	3,21	2,39
Yara International ASA												
Arztali aksjar (mli./NOE)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Markaðsverði									25 232,00	30 518,28	42 950,25	73 317,40
Liðbættar tölur									35,20 %	715,00	722,00	730,00
Stærðis eðrandi									35,20 %	36,20 %	36,20 %	36,20 %
Stærðis andi af markaðsverði									9 134,31	11 182,78	15 540,99	26 548,14
Arztali aksjar (mli)									316,40	314,70	303,00	291,60
Aksjuleið									79,75	98,25	141,75	251,50
Bokfart verdi									11 095,00	13 219,00	15 499,00	21 008,00
P/B									2,29	2,34	2,78	3,49

Satvikni SP (mli./NOE)	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokfart verdi	14480	16644	17544	22020	22220	31318	27020	34069	32628	35410	37497	43501
Liðbættar tölur	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Stærðis eðrandi	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Stærðis andi af bokfart verdi	14480	16644	17544	22020	22220	31318	27020	34069	32628	35410	37497	43501
Estimert P/B	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Estimert markaðsverði	23198	26830,4	28270,4	35212	35668,8	50208,8	43312	54510,4	52684,8	63256	62995,2	66561,6
Stærðis andi af estimert markaðsverði	23198	26830,4	28270,4	35212	35668,8	50208,8	43312	54510,4	52684,8	63256	62995,2	66561,6

Vedlegg 3: Avkastning direkte investeringer

	2007	Andel	Gj. Avkast.	2008
Cermaq	3 081,00	0,5 %	33 %	1 063,25
DnbNor	37 607,50	5,9 %	25 %	12 234,19
Kongsberg Gruppen	5 085,00	0,8 %	31 %	4 920,00
Norsk Hydro AS	42 418,02	6,7 %	35 %	14 695,41
SAS AB	1 644,17	0,3 %	11 %	807,92
StatoilHydro	336 800,85	52,8 %	28 %	242 136,71
Telenor	117 663,03	18,5 %	39 %	41 427,51
Yara International	26 548,14	4,2 %	63 %	15 606,41
Statkraft	66 561,60	10,4 %	16 %	111 283,20
Sum	637 409,31	100 %	30,5 %	444 174,59

Avkastningen til de børsnoterte investeringene er hentet fra eierberetningen.no. Statkraft sin avkastning er beregnet som vist nedenfor:

Statkraft (mill/NOK)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bokført verdi	27070	34069	32928	39410	37497	41601
Utbetalt utbytte	3640	2192	2605	0	4990	7895
Statens eierandel	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Statens andel av bokført verdi	27070	34069	32928	39410	37497	41601
Estimert P/B	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Estimert markedsverdi	43312	54510,4	52684,8	63056	59995,2	66561,6
Statens andel av estimert markedsverdi	43312	54510,4	52684,8	63056	59995,2	66561,6
Endring markedsverdi		25,86 %	-3,35 %	19,69 %	-4,85 %	10,94 %
Utbytteavkastning		5,06 %	4,78 %	0,00 %	7,91 %	13,16 %
Samlet avkastning		30,92 %	1,43 %	19,69 %	3,06 %	24,10 %
Gjennomsnitt 5 år		16 %				