





## **Utvikling av eierstrukturen i rederier notert på Oslo Børs**

**En beskrivelse av eierstrukturen i perioden 1994 til 2007 med vekt  
på utenlandske investorer**

av

Jan Erik Klepsland



## Sammendrag

Dette arbeidsnotatet tar for seg eierstrukturen i rederier notert på Oslo Børs i perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. I notatet legges det særlig vekt på utenlandsk eierandel.

Etter at restriksjonene på utenlandsk eierskap i norske selskap ble opphevet 1.1.1995, var det forventet fra flere hold at utenlandske investorer ville bli en av de viktigste kildene til kapital for rederiene notert på Oslo Børs.

I perioden som analyseres, har utenlandsk eierandel økt fra 24 prosent til 42 prosent for rederiene som har vært notert på Oslo Børs. Dette er i tråd med utviklingen for Oslo Børs samlet. Utvalget av børsnoterte rederier har en høyere kjent utenlandsk eierandel og en lavere andel eid gjennom forvalterkonto enn Oslo Børs som helhet.

I første del av perioden, fra 1994 til 2003, var utenlandsk aktivt eierskap i stor grad ensbetydende med oppkjøp og avnotering. I andre del av perioden var utenlandsk aktivt eierskap preget av "norske skatteflyktninger".

Utenlandske institusjonelle investorer representert gjennom utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto har en svært lav eierandel i de børsnoterte rederiene frem til 2004. Det ser ut til at de viktigste implisitte barrierene for utenlandske institusjonelle investorer i rederiene notert på Oslo Børs er; størrelse målt i markedsverdi, eierkonsentrasjon og historisk avkastning. Sammenlignet med Oslo Børs som helhet har rederiene ikke klart å tiltrekke seg en like stor andel utenlandsk passiv kapital.

## Forord

Denne utredningen er en del av masterstudiet i økonomi og administrasjon med hovedprofil i finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole, og er godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at NHH står inne for de metoder som er brukt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Innenfor norsk skipsfart har det vært store omveltninger i eierstrukturen de siste 20 årene. Opprinnelig var planen å undersøke denne perioden, men ettersom de siste nesten fire årene har vært preget av finansiell uro, falt valget på perioden fra 1994 til utgangen av 2007. Utgangspunktet for analysen er de rederiene som var notert på Oslo Børs i denne perioden, og første del av arbeidet har hovedsakelig bestått i å lage en god database over disse rederiene. Det er gjort et grundig arbeid vedrørende historien til rederiene i den perioden de var notert på Oslo Børs, og særlig undersøkelser rundt de selskapene som ble tatt av børs før den digitale tidsalder har vært tidkrevende. I arbeidet er det lagt særlig vekt på utenlandsk eierandel.

Jeg ønsker å rette en stor takk til veileder Stig Tenold for et meget godt samarbeid, samt en takk til Aksel Mjøs ved Norges Handelshøyskole for tilgang og bearbeiding av omfangsrrike data for eierstrukturen i selskaper notert på Oslo Børs i denne perioden.

Jan Erik Klepsland, Bergen, juni 2011<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Forfatter kan kontaktes på: [jan.klepsland@gmail.com](mailto:jan.klepsland@gmail.com) eller (+ 47) 99 64 80 34

## Innhold

<b>1. INNLEDNING</b> .....	<b>7</b>
1.1 BAKGRUNN.....	7
1.2 ARBEIDSNOTATETS BIDRAG TIL FORSKNINGEN .....	9
1.3 TEKNISKE SPESIFIKASJONER .....	9
1.3.1 Omfang.....	9
1.3.2 Formålet med arbeidsnotatet.....	10
1.3.3 Begrensninger.....	12
1.4 STRUKTUR .....	12
<b>2. TIDLIGERE FORSKNING PÅ UTENLANDSK EIERSKAP</b> .....	<b>15</b>
2.1 STUDIER PÅ INTERNASJONALE MARKEDER.....	15
2.2 STUDIER PÅ DET NORSKE MARKEDET .....	16
2.3 UTENLANDSK EIERANDEL I ANDRE STUDIER .....	17
2.4 FORVENTET UTVIKLINGEN I UTENLANDSKE EIERSKAP I BØRSNOTERTE REDERIER .....	18
<b>3. TEORETISK RAMMEVERK OG HISTORISK BAKGRUNN</b> .....	<b>19</b>
3.1 FINANSIERING AV REDERIER.....	19
3.1.2 Historisk bakgrunn.....	19
3.2 HVORDAN TILTREKKE SEG UTENLANDSK KAPITAL? .....	22
3.2.1 Eksplisitte barrierer.....	23
3.2.1.1 Eksplisitte barrierer i det norske kapitalmarkedet.....	23
3.2.1.2 Forventninger til utenlandsk eierandel på bakgrunn av eksplisitte barrierer.....	25
3.2.2 Implisitte barrierer.....	26
3.2.2.1 Politisk ustabilitet som implisitt barriere i den norske skipsfartsnæringen .....	26
3.2.2.2 Andre implisitte barrierer .....	28
3.2.2.3 Forventet innvirkning på utenlandsk eierandel .....	28
3.3 UTENLANDSKE INVESTORERS ADFERD .....	29
3.3.1 Størrelse og likviditet.....	29
3.3.2 Eierkonsentrasjon .....	30
3.3.4 Tilgang på informasjon.....	31
3.3.5 Momentum strategi .....	31
3.4 FORVENTNINGER FOR UTENLANDSK INSTITUSJONELL EIERANDEL OG IMPLISITTE BARRIERERS INNVIRKNING.....	32
<b>4. METODE</b> .....	<b>33</b>
4.1 DATAGRUNNLAG.....	33
4.2 PERIODE.....	35
4.3 SEGMENTERING .....	35
4.4 SELSKAPSUTVALG .....	37
<b>5. MARKEDSUTVIKLING</b> .....	<b>39</b>
5.1 MARKEDSTREKK.....	39
5.1.1 Oslo Børs.....	39
5.1.2 Shipping 1994 - 2007 .....	40
5.2 REDERIER PÅ OSLO BØRS.....	41

5.3.1 Selskapsspesifikk utvikling.....	41
5.2.2 Utviklingen i segmentsammensetningen .....	48
5.3.3 Eierstruktur.....	51
<b>6. EIERSTRUKTUR .....</b>	<b>56</b>
6.1 EIERSTRUKTUR OSLO BØRS .....	56
6.2 EIERSTRUKTUR I BØRSNOTERTE REDERIER .....	56
6.2.1 Utenlandsk eierandel.....	57
6.2.1.1 Kjent utenlandsk eierskap.....	59
6.2.1.2 Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto.....	65
<b>7. ANALYSE.....</b>	<b>69</b>
7.1 INNLEDNING .....	69
7.2 KJENT UTENLANDSK EIERANDEL.....	69
7.2.1 "Oppkjøpsperioden" .....	71
7.2.2 "Fra deepsea til offshore".....	80
7.2.3 Rederier som var notert hele perioden.....	86
7.3 UTENLANDSK EIERSKAP GJENNOM FORVALTERKONTO .....	88
7.3.1 Dalende interesse fra utenlandske institusjonelle investorer.....	89
7.3.1.1 Rederier som var notert hele perioden .....	92
7.3.2 "Fra deepsea til Offshore" .....	93
7.3.3 Selskapsstørrelsens påvirkning på utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto .....	97
7.3.4 Eierkonsentrasjonens påvirkning på utenlandsk andel eid gjennom forvalterkonto .....	101
7.4 DOF, SOLSTAD OG FARSTAD .....	103
7.5 FRONTLINE .....	108
<b>8. OPPSUMMERING.....</b>	<b>110</b>
<b>BIBLIOGRAFI.....</b>	<b>117</b>
<b>VEDLEGG .....</b>	<b>121</b>
VEDLEGG 1. SELSKAPER NOTERT HELE PERIODEN .....	121
VEDLEGG 2. STØRSTE AKSJONÆR 2003 .....	121
VEDLEGG 3. STØRSTE AKSJONÆR 2007 .....	122
VEDLEGG 4. KJENT UTENLANDSK ANDEL 2003 .....	123
VEDLEGG 5. KJENT UTENLANDSK ANDEL 2007 .....	124
VEDLEGG 6. UTENLANDSK ANDEL GJENNOM FORVALTERKONTO 2003 .....	125
VEDLEGG 7. UTENLANDSK ANDEL GJENNOM FORVALTERKONTO 2007 .....	126
VEDLEGG 8. SELSKAPSOVERSIKT 1994 TIL 2007.....	127
VEDLEGG 9. OVERSIKT OVER NOTATET .....	129
VEDLEGG 10. AKSJEKURSUTVIKLING FOR NI REDERIER SOM VAR NOTERT HELE PERIODEN.....	130
<b>FIGURTEKST LISTE .....</b>	<b>131</b>
<b>TABELLTEKST LISTE .....</b>	<b>133</b>



## 1. Innledning

### 1.1 Bakgrunn

Datoen er 17. juni 1964, klokken er 13.00, stedet er Festsalen, Oslo Handelsstands Forening, formålet er å stifte generalforsamling i A/S Sigbulk. I hovedrollen har man en meget fornøyd Berge Sigval Bergesen, rederiets enestyre og forretningsfører.

*I løpet av et par morgentimer 5. mars 1964 satset 5800 nordmenn ca. 60 millioner kroner på Bergesens prosjekt som går ut på å frakte kull fra USA til Vest-Europa med to spesialbygde 65.000 tonnere. Med 5800 investorer blir Sigbulk det aksjeselskap i Norge som, med unntak av et par store industribedrifter og noen banker, har flest aksjonærer. Sigbulk blir også rederiet i Norge med størst aksjekapital, en posisjon Kosmos har innehatt tidligere.*

*Dette kan regnes som en merkedag for eierstrukturen i norsk skipsfart. Tidligere har kapital stort sett blitt hentet gjennom partnerskapsavtaler og i kretser tett knyttet til rederne. Nå får nordmenn muligheten til å bli med på eventyret som norsk skipsfart utvilsomt var på denne tiden. Skipsreder Bergesen uttaler at for han er det en stor tilfredsstillelse at så mange sluttet opp om hans emisjon. Han uttaler også at et så stort antall aksjonærer forplikter i en enda sterkere grad enn et lite antall.*

Datoen er 7. april 2003, klokken er 11.00, stedet er Bergehus, Oslo. I hovedrollen fette Morten Sig. Bergesen og Petter C.G. Sundt, som har solgt sine aksjer i Bergesen ASA til den Hong Kong-baserte Sohmen-familien.

*Begge de to tidligere storeierne sier at de kunne tenke seg å fortsette videre i Bergesen, men at dette ble umulig etter at Sohmen-familien gradvis kjøpte seg opp i selskapet. De undersøkte muligheten for å kjøpe hele rederiet selv så sent som i januar 2003, men innså at de ikke hadde finansiell styrke til det.*

*Etter salget står en lamslått norsk maritim næring tilbake.*

*Peter Anker, daglig leder i R.S. Platou uttaler til Aftenposten 9.4.2003 (Lange, Bank og rederi kjøpes opp 2003): "En refleksjon er at det lite konkurransedyktige norske skatteregimet har medført at Bergesen har en lav pris på aksjer". Han sier videre at årsaken til at Sohmen-familien kjøper Bergesen er at de har nullskatteregler som gir en helt annen kjøpekraft.*

*Wilhelm Wilhelmsen uttaler, ett år i etterkant, at salget av Bergesen til Sohmen-familien er et uttrykk for at kapitalen i skipsfarten ikke tror på næringen i øyeblikket. "Vi burde hatt en norsk budgiver. Det er trist at det ikke fantes norsk konkurranse", sier Wilhelmsen i et intervju til Klassekampen (Haug 2004).<sup>2</sup>*

Den norske maritime næring har i flere århundrer hatt en helt spesiell stilling i det norske næringslivet. Norge har noen av verdens ledende verft, banker, meglerhus, utstysleverandører og rederi. Norsk maritim næring representerer kunnskap, innovasjon og har et internasjonalt kvalitetsstempel. Men Norges posisjon som en ledende rederinasjon har vært truet de siste 20 årene. En kapitalintensiv bransje som shipping, er helt avhengig av god tilgang på kapital, enten fra private eiere, låneinstitusjoner eller kapitalmarkedet. Etter flere tiår med god tilgang på kapital gjennom kommandittselskap (KS), fikk norske rederier tidlig på 1990-tallet store utfordringer når KS-markedet i praksis tørket ut som følge av endringer i skattereglene.<sup>3</sup> På denne tiden hadde den norske flåten store behov for fornyelse og Erik Heidenreich, formann i Oslo skipsmeglerforening anslo i 1989 at norsk skipsfart hadde behov for 85 milliarder kroner over den neste 10 års perioden. Av disse 85 milliardene regnet man med at halvparten måtte komme fra egenkapital (Ytterborg 1989).

Med et KS-marked som var på vei til å tørke ut måtte norske rederier nå henvende seg til børsen for å hente egenkapital, noe som ikke tidligere hadde vært foretrukket blant norske redere. I forbindelse med at Norge inngikk EØS-avtalen ble det 1.1.1995 åpnet opp for at utenlandske investorer kunne investere på lik linje med norske investorer i det norske kapitalmarkedet. Dette medførte i praksis at selskaper som hadde "A" og "B" aksjer nå slo disse sammen, samt at de som hadde utenlandskvote opphevet denne (Døskeland og Mjøs 2008). Dette gjorde at utenlandske aksjonærer nå fikk stemmerett i selskapene, ikke bare tilgang til kontantstrømmene. Mange så nå muligheten for at det kanskje ble enklere å hente kapital gjennom børsen, mens andre fryktet at dette åpnet for at de mest attraktive delene av den norske maritime næring skulle forsvinne til utenlandske eiere.

---

<sup>2</sup> Det som ikke er direkte kildebelagt er hentet fra Harald Ramms artikkel i Verdens Gang 13.juni 1964 og diverse artikler i Dagens Næringsliv 8.april 2003.

<sup>3</sup> Mer om KS-markedet i kapittel 3

## **1.2 Arbeidsnotatets bidrag til forskningen**

Norsk skipsfart stod i 1994 foran store utfordringer i form av et sterkt behov for kapital og endringer i regelverk. Dette har gjort at børsnoterte rederier har opplevd en stor endring i sin eierstruktur i perioden frem til utgangen av 2007. Disse endringene er det i liten grad blitt forsket på tidligere. Notatets mål er å beskrive eierstrukturen fra starten av 1994 til utgangen av 2007, med hovedvekt på utenlandske investorers posisjon i rederier notert på Oslo Børs, peke på enkelte dominerende trekk i utviklingen, samt å prøve å gi en forklaring på hvorfor utviklingen ble slik. Det finnes forskning som beskriver eierstrukturen både for norsk næringsliv som helhet og maritim næring spesielt, men få rapporter gir et forsøk på å forklare inngående utviklingen blant de børsnoterte rederiene. Arbeidsnotatet vil også gi et godt historisk innblikk i utviklingen til eierstrukturen blant børsnoterte rederier og viktige hendelser i denne perioden som har hatt innvirkning på eierstrukturen.

## **1.3 Tekniske spesifikasjoner**

### **1.3.1 Omfang**

Analysen og beskrivelsen av eierstrukturen er gjort ved hjelp av kvartalsvise data for alle rederier notert på Oslo Børs fra 1994 til 2007.<sup>4</sup> Periodens starttidspunkt er valgt med hensyn på lovendringene i forbindelse med EØS-avtalen, mens periodens sluttidspunkt er valgt med hensyn på den uroen som begynte å spre seg i kapitalmarkedet, spesielt internasjonalt, men også i Norge mot slutten av 2007.

Utvalget inneholder hovedregistrerte rederier på Oslo Børs i denne perioden. Rederier som er delregistrert på andre børser er tatt ut av utvalget, men Frontline LTD diskuteres i et eget kapittel. Jeg har valgt å fokusere på rederier, og det endelige selskapsutvalget inneholder selskaper som etter min vurdering defineres som rederi eller tilsvarende. Noen av selskapene er imidlertid ikke tradisjonelle rederi, men kan være investeringsselskaper med betydelig andel i shipping, slik som for eksempel de Fred. Olsen kontrollerte selskapene Bonheur ASA og Ganger Rolf ASA. Videre er selskapene delt inn i ulike rederisegment, jeg har valgt å dele rederiene inn i fem kategorier; deepsea, short sea, innenrikstransport, investeringsselskaper og offshore.

---

<sup>4</sup> Mer om selskapsutvelgelsen i kap.4

Ved beskrivelse av eierstrukturen fokuseres det på to hovedtyper investorer, norske og utenlandske investorer. Utenlandske investorer blir inndelt i to grupper: kjente utenlandske investorer og anonyme investorer som investerer gjennom forvalterkonto (nomineekonto) hos utenlandske investeringsbanker. Alle norske investorer blir i all hovedsak inkludert i en felles norsk gruppe.

Aksjonærene er inndelt med anonyme løpenummer, og enkeltinvestorer er derfor vanskelig å identifisere. Ved bruk av årsrapporter blir det imidlertid gjort et forsøk på å identifisere noen av de største eierne.

En viktig del av notatet er også å skildre hendelser som har vært viktige for hvordan eierstrukturen har utviklet seg over denne perioden. Oslo Børs er en såpass liten og oversiktlig børs at det utvilsomt vil være enkelthendelser som har hatt stor innvirkning på hvordan eierstrukturen har utviklet seg.

Samtidig vil jeg særlig se på enkelte perioder og utvalg av selskaper som har interessante trekk vedrørende eierstruktur eller utvikling, som forhåpentligvis kan forklares gjennom etablert forskning på utenlandsk eierskap.

### **1.3.2 Formålet med arbeidsnotatet**

Mjøs og Døskeland (2008) fremlegger resultater som viser at utenlandske investorer var den investorgruppen som vokste mest på Oslo Børs i perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. De viser også at utenlandske investorer gjennom forvalterkonto vokste mer enn utenlandske kjente investorer. Shipping blir i deres rapport ikke analysert særskilt. Jeg vil derfor først forklare hvordan eierstrukturen var for de børsnoterte rederiene i denne perioden. Første problemstilling blir:

- 1. Har utviklingen i de børsnoterte rederiene hatt samme utvikling i utenlandsk eierandel som Oslo Børs som helhet i denne perioden?*

Rapporten "På norske hender" (2011) gir indikasjoner på at det også for rederier har vært en sterkt økende utenlandsk eierandel, samtidig vet man fra Tirole (2006) at det er høyere utenlandsk eierandel i børsnoterte selskaper enn i andre selskaper. Dette skulle tilsi en høyere andel også for de børsnoterte rederiene sammenlignet med en samlet rederinæring som "På norske hender" viser til.

Før restriksjonene på utenlandsk eierskap i norske selskaper ble opphevet 1.1.1995 var det flere som ytret bekymringer for at utenlandsk kapital kom til å bli ensbetydende med oppkjøp. Jan Erik Langangen, på den tiden administrerende direktør i UNI Storebrand, uttalte til Aftenposten 22.4.1992 at utenlandsk kapital ikke trenger å være ensbetydende med oppkjøp, og at shipping var en av de sektorene som stod best rustet for økt utenlandsk kapital (Røste 1994). Men fra starten av 1994 til utgangen av 2007 ble flere store norske rederier kjøpt opp av utenlandske eiere, blant annet Navion, Bergesen og Ugland Nordic Shipping. Min andre problemstilling blir derfor:

- 2. I hvilken grad har utenlandsk kapital vært ensbetydende med oppkjøp i rederier notert på Oslo Børs?*

Forskning viser at eksplisitte barrierer på utenlandske investorer kan dempe muligheten for å hente utenlandsk kapital. Etter at Norge 1.1.1995 opphevet restriksjonene som lå på utenlandske investorer var det i praksis ingen eksplisitte barrierer for utenlandske investorer, i likhet med situasjonen i de aller fleste europeiske land. Kapitalbeskatningsmodellen i Norge gjør derimot at vi har eksplisitte barrierer som favoriserer utenlandske investorer fremfor norske investorer. Min tredje og fjerde problemstilling blir dermed:

- 3. I hvor stor grad prøver norske investorer i børsnoterte rederi å unngå disse eksplisitte barrierene?*
- 4. Hvilken innvirkning kan dette eventuelt ha hatt på utenlandsk eierandel i de børsnoterte rederiene?*

Utenlandske institusjonelle investorer utgjør en stadig større andel av Oslo Børs. Forskning på utenlandske institusjonelle investorer viser at implisitte barrierer ofte er avgjørende for hvordan de investerer. Flere rapporter peker på at størrelse målt etter markedsverdi og eierkonsentrasjon er viktige faktorer som påvirker adferden til utenlandske institusjonelle investorer. Også historisk avkastning og informasjonsassymetri er viktige forklaringsvariabler. Historisk sett har rederier vært preget av høy eierkonsentrasjon, store svingninger i markedsverdi, lav historisk avkastning og lav informasjonstilgang for investorene. I henhold til tidligere forskning bør dermed rederier ha hatt problemer med å tiltrekke seg utenlandske investorer i stor grad. Mine siste to problemstillinger blir dermed:

5. *I hvor stor grad har rederier notert på Oslo Børs klart å tiltrekke seg utenlandske institusjonelle investorer?*
6. *Hvilke implisitte barrierer ser ut til å prege investordferden til utenlandske institusjonelle investorer i rederiene notert på Oslo Børs?*

### **1.3.3 Begrensninger**

Det er et betydelig innslag av rederier i Norge som ikke er børsnotert. Gjennom denne analysen vil man derfor ikke få et innblikk i hele rederinæringen, men kun det utvalget som har valgt å være notert på Oslo Børs.

Oslo Børs er en relativt liten børs sammenliknet med utenlandske børser. Utvalget av børsnoterte rederier varierer mellom 19 og 40 selskaper. Samtidig utgjør rederiene på Oslo Børs en ikke ubetydelig andel av børsens verdi, og Oslo blir ofte regnet som det nest største markedet for shippingaksjer etter New York. Historisk har også Oslo Børs vært en viktig shipping børs. Allerede i 1908 var det en egen shippingliste på Oslo Børs, og i 1939 ble det lansert en egen shippingindeks (Horn forlag 2009).

Dette utvalget er etter min mening for lite til at man kan få vist noen konkret statistisk signifikans. De funnene som blir fremlagt i notatet må derfor ses på som en beskrivelse og trolig forklaring på eierstrukturen i denne perioden.

Begrensninger som ligger på datasettet gjør også at det ikke er mulig å identifisere enkeltinvestorer. Dermed vil den delen av notatet som omhandler utenlandske investorer med norsk opphav være basert på to ulike kilder (datasettet og årsrapporter) som blir forsøkt slått sammen.

Datasettet inneholder ikke data før 1994, og det er derfor vanskelig å konkludere med hvordan eierstrukturen har vært før restriksjonene på utenlandsk eierskap ble opphevet. Men det er naturlig å anta at andelen utenlandske investorer ikke lå høyere enn det som er tilfellet i 1994 (Nordby 2000).

### **1.4 Struktur**

Kapittel 2 gir en nyttig innføring i tidligere forskning på utenlandsk eierandel. Jeg viser her til både internasjonale og nasjonale studier. Jeg presenterer hvilke forventninger jeg har til utenlandsk eierandel i de børsnoterte rederiene på bakgrunn av tidligere forskning på

utenlandsk eierandel. Dette må regnes som en innføring til problemstilling 1, og resultatene som senere bli lagt frem i kapittel 6.

I kapittel 3 gjennomgår jeg først hvordan rederier historisk sett har finansiert investeringer. Deretter går jeg nærmere inn på ekstern egenkapital som finansieringskilde. Jeg gjennomgår de største utfordringene rederier har hatt i aksjemarkedet og hvordan aksjemarkedet historisk har sett på shippingaksjer. Deretter gjennomgår jeg hvordan man kan tiltrekke seg utenlandsk kapital og hvilke barrierer som hindrer utenlandske investorer fra å investere utenfor sitt hjemland. Teorien rundt eksplisitte barrierer danner grunnlaget for analysen av problemstilling 2 og 3. Videre gjennomgår jeg de viktigste grunnene til at vi ser store forskjeller i utenlandsk eierandel både mellom land, men også mellom selskaper. Denne teorien danner grunnlaget for problemstilling 6 der jeg undersøker hvilke implisitte barrierer som er avgjørende for utenlandske investorer i rederier notert på Oslo Børs.

Kapittel 4 gir en innføring i metoden som er brukt i notatet. Jeg går også gjennom hvordan jeg har segmentert selskapene og hvilke data som ligger til grunn for analysen jeg gjør i de påfølgende kapitlene.

Kapittel 5 beskriver markedsutviklingen generelt for Oslo Børs, og går nærmere inn på utvalget av rederier som var notert i perioden fra 1994 til 2007. Jeg velger her å beskrive både utviklingen i markedsverdi, aksjonærstruktur og segmentsammensetning. Jeg ser på rederiene samlet sett, samt rederiene som har vært notert i hele perioden.

Kapittel 6 beskriver utviklingen i eierstrukturen generelt for Oslo Børs i perioden og går nærmere inn på utvalget av rederier. Jeg deler utenlandsk eierskap opp i kjent utenlandsk eierskap og eierskap gjennom forvalterkonto. Jeg beskriver hvordan utviklingen har vært over perioden for rederiene samlet, de som var notert hele perioden og for de ulike segmentene. Dette kapitlet svarer på problemstilling 1, om hvordan utviklingen i utenlandsk eierandel har vært i rederier notert på Oslo Børs mellom 1994 og 2007.

Kapittel 7 analyserer utviklingen i eierstrukturen i børsnoterte rederier i denne perioden og prøver å gi en forklaring på utviklingen som ble vist i kapittel 6. Først svarer jeg på problemstilling 2 om hvorvidt utenlandsk kapital har vært ensbetydende med oppkjøp. Deretter svarer jeg på problemstilling 3 og 4 om i hvilken grad norske investorer har flyttet

sitt eierskap til utlandet og hvilken innvirkning det har på utenlandsk eierandel. Videre svarer jeg på problemstilling 5 om rederier notert på Oslo Børs har klart å tiltrekke seg utenlandske institusjonelle investorer. Avsluttende prøver jeg å svare på problemstilling 6 om hvilke implisitte barrierer som forklarer investoradferden til utenlandske institusjonelle investorer i rederier notert på Oslo Børs.

Kapittel 8 svarer eksplisitt på problemstillingene presentert i innledningen samt at jeg gir en oppsummering av de viktigste funnene i notatet.



## 2. Tidligere forskning på utenlandsk eierskap

Det er tidligere skrevet en rekke forskningsstudier som omhandler utenlandsk eierskap, og utenlandsk investoradferd. Denne forskningen danner det teoretiske rammeverket for arbeidsnotatet. Jeg ønsker i denne delen å trekke frem enkelte av de viktigste studiene som angår utenlandsk eierskap, og til slutt gir jeg en oversikt over utenlandsk eierandel på enkelte børser over ulike tidsperioder.

### 2.1 Studier på internasjonale markeder

All forskning tyder på at investorer foretrekker å investere i sitt eget hjemland, og man ser en lavere andel investert i utenlandske aksjer enn det som burde være forventet i henhold til markedsmodeller. French og Poterba publiserte *"Investor diversification and international equity markets"* i 1991, og denne viser ved bruk av amerikanske, japanske og britiske data at mangelen på diversifikasjon skyldes hovedsakelig investorvalg og institusjonelle begrensninger. En rekke studier har så forsøkt å peke på hvilke investorvalg som ser ut til å være avgjørende. *"Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan"* skrevet av Kang og Stulz bruker japanske markedsdata fra 1971 til 1991 og dokumenterer at utenlandske investorer eier en langt høyere andel i produksjonsbedrifter, store selskap, selskaper med god regnskapsstandard, selskaper med lav usystematisk risiko og selskaper med lav gjeldsgrad. De viser også at hvis man justerer for størrelse er det større utenlandsk eierskap i små selskap som driver med eksport, har høy likviditet i aksjen eller er notert på andre børser. Artikkelen viser at den verdivektete utenlandske eierandel i japanske børsnoterte selskaper økte fra 4,64 prosent i 1975 til 5,59 prosent i 1991. Dahlquist og Robertsson gjør en liknende studie ved bruk av svenske markedsdata fra 1991 til 1997 i artikkelen *"Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics"* som ble publisert i 2001. Her vises det til at utenlandske investorer foretrekker store selskap som betaler lavt utbytte og i tillegg har stor kontantbeholdning på balansen. Resultatene tyder også på at internasjonal tilstedeværelse i form av eksport eller delregistrering på utenlandske børser forklarer utenlandsk eierandel bedre enn markedsverdi alene. De mener også at dette ikke bare gjelder utenlandske investorer men også institusjonelle investorer som helhet. De finner frem til at shippingselskap på Stockholmbørsen i 1997 hadde en verdivektet utenlandsk eierandel på 27,8 prosent (22,2 prosent likevektet). Kun "construction" og "retail and consumer sales" hadde en lavere andel

utenlandsk eierskap. Deres shippingutvalg var på 12 selskaper, som utgjorde 0,6 prosent av den totale markedsverdien til Stockholmbørsen. For hele Stockholmbørsen viste de at utenlandsk eierandel økte fra 8,2 prosent i 1991 til 32,4 prosent i 1997. En tredje studie er også gjort på det koreanske aksjemarkedet mellom 1996 og 2002 av Bae, Min og Jung (2011). Studien viser at utenlandske investorer foretrekker større selskap. Men i motsetning til Dahlquist og Robertsson (2001) finner de resultater som tilsier at utenlandske investorer foretrekker selskaper som betaler høyt utbytte, i motsetning til lavt utbytte. Også Kho, Stulz og Warnock (2006) har gjort en studie på det koreanske aksjemarkedet mellom 1996 og 2004. De beviser også at hjemmefavorisering fortsatt er gjeldende og peker på at eierkonsentrasjon er en av de viktigste årsakene til dette, sammen med størrelse målt i markedsverdi.

Det virker dermed som de fleste studier peker mot at størrelse målt i markedsverdi og eierkonsentrasjon er blant de viktigste forklaringsvariablene til utenlandsk investordferd.

## **2.2 Studier på det norske markedet**

Det er ikke gjort liknende studier for det norske aksjemarkedet. Det er derimot gjort enkeltstudier som beskriver utenlandsk eierandel i det norske markedet. Artikkelen *"Globalisering og utenlandsk eierskap Norge"* av Jens Nordby som ble publisert i *"Økonomiske analyse"* i 2000 tar for seg utviklingen blant utenlandske aksjonærer i norske selskaper mellom 1990 og 1998. Nordby beskriver enkelt hvordan situasjonen var i denne perioden og sammenligner med andre nasjoner. Han finner at utenlandsk eierandel i norske aksjeselskaper i gjennomsnitt lå rundt 20-30 prosent i denne perioden. Bøhren og Ødegaard (2000) sin rapport *"Ownershipstructure of Norwegian firms"* analyserer eierstrukturen på Oslo Børs mellom 1989 og 1997. De fokuserer på eierkonsentrasjon men finner også at utenlandske eiere er den største aksjonærgruppen etterfulgt av ikke-finansielle selskap. Deres resultater viser at utenlandsk eierandel på Oslo Børs økte fra 30 til 32 prosent fra 1989 til 1997, og at shippingsselskap i denne perioden i gjennomsnitt hadde 23 prosent utenlandsk eierandel. Døskeland og Mjøs presenterer en omfattende beskrivelse av eierstrukturen i norske børsnoterte selskaper i perioden 1994 til 2007 i sin artikkel, *"Utvikling av eierstruktur på Oslo Børs"* som ble publisert av SNF i 2008. De viser at utenlandske aksjonærer er den gruppen som har økt mest på Oslo Børs i denne perioden, mens norske privat husholdninger er den gruppen som faller mest. De gir en inngående beskrivelse av eierstrukturen til

selskapene på Oslo Børs i tillegg til at de peker på viktige mønster i adferden til investorene på Oslo Børs. Rapporten "*På norske hender*" (Menon Business Economics 2011) beskriver eierstrukturen i alle maritime selskaper i Norge med en omsetning på over 1 million eller 0,5 millioner i lønnskostnader. Grunnlaget for rapporten er *Menon Business Economics* sin omfattende kartlegging av eierskap i norske næringsliv gjennomført på oppdrag fra NHO og Rederiforbundet. Rapporten viser eierskapsinformasjon for 91 prosent av den totale verdiskapning på 132 milliarder kroner i maritim næring i 2009. Fra 2003 til 2009 har utenlandske eiere økt sin andel av verdiskapning fra 31 prosent til 42 prosent, mens privat norsk eierskap har gått ned fra 52 prosent til 42 prosent. Videre viser rapporten at rederiene er den gruppen som har klart størst verdiskapning i 2009, 53 prosent av den totale verdiskapning i maritim næring. Utenlandske eiere kontrollerer nesten 50 prosent av denne verdiskapningen. Men rapporten har ikke tatt hensyn til nasjonaliteten til de utenlandske eierne, dermed er nordmenn som er bosatt i utlandet og nordmenn som har organisert sitt eierskap i utenlandske selskaper, registrert som utenlandske eiere. Blant de ulike segmentene viser rapporten at det er størst andel utenlandsk eierskap i rederiene som driver innenfor boring og produksjon, mens det er en svak overvekt av utenlandske eierskap i deep sea- og offshore-rederiene. I short sea-rederiene er forholdet mellom utenlandske og norske investorer tilnærmet 1 til 1.

### **2.3 Utenlandsk eierandel i andre studier**

Som vist i de to foregående kapitlene er det en rekke studier som forklarer utenlandsk eierandel på ulike børser. Ikke alle studiene presenterer tall for hvor stor den utenlandske eierandel er, men de fleste presenterer tall for ulike tidsperioder og børser. Disse tallene kan gi et innblikk i hva som er forventet for rederiene notert på Oslo Børs.

Tirole (2006) ser på eierskap i noterte og unoterte selskaper. Tabell 1 gjengir dataene til Tirole. Dataene er fra 2002 og viser at det er store forskjeller mellom de ulike landene. Utenlandsk eierandel er klart størst i de britiske børsnoterte selskapene og lavest blant de japanske børsnoterte selskapene. Ser man på både noterte og unoterte selskaper er utenlandsk eierandel størst i franske selskaper og lavest i japanske selskaper. Tirole bemerker at utenlandsk andel er mye høyere i børsnoterte selskaper og mener dette indikerer at utenlandske aksjeporteføljer spesialisere seg på børsnoterte selskaper.

**Tabell 1. Eierstruktur i alle selskaper og børsnoterte selskaper, 2002**

Type	Alle selskaper				Børsnoterte selskaper			
	USA	Japan	Frankrike	Tyskland	Storbritannia	Japan	Frankrike	Tyskland
Bank og finansielle selskap	2.3 %	9.0 %	12.1 %	10.5 %	12.6 %	7.42 %	12.60 %	33.50 %
Forsikringselskap	7.3 %	4.3 %	4.5 %	9.9 %	19.9 %	7.32 %	7.00 %	7.40 %
Pensjonsfond	16.9 %	5.4 %			15.6 %	5.62 %		
Aksjefond	19.5 %	1.9 %	5.9 %	11.3 %	4.5 %	6.58 %	19.00 %	4.60 %
Husholdninger	42.5 %	14.0 %	19.5 %	14.7 %	14.3 %	16.84 %	6.50 %	22.90 %
Ikke finansielle selskap	n.a.	43.7 %	34.3 %	34.2 %	0,8 %	38.12 %	20.20 %	11.70 %
Staten	0,7 %	14.0 %	4.5 %	2.7 %	0,1 %	4.12 %	3.60 %	1.90 %
Utenlandske	10.6 %	7.7 %	19.2 %	16.6 %	32.1 %	13.98 %	31.20 %	18.10 %

Tabell 2 gjengir de viktigste resultatene for ulike aksjemarkeder.

**Tabell 2. Tidligere studier på utenlandsk eierandel**

Studie	Marked	Periode	Utenlandsk eierandel (verdivektet)			
			Gjennomsnitt	Start	Slutt	Shipping
Kang og Stulz (1997)	Japan	75 - 91	6.40 %	4.64 %	5.59 %	n.a.
Bøhren og Ødegaard (2000)	Norge	89 - 97	31 %	30 % *	32 % *	23 % <sup>5</sup> (89- 97)
Dahlquist og Robertsson (2000)	Sverige	91 - 97	n.a.	8.20 %	32.40 %	27.8 % (1997)
Døskeland og Mjøs (2008)	Norge	94 - 07	n.a.	27.40 %	43.70 %	n.a.
Bae, Min og Jung (2011)	Korea	96 - 02	n.a.	n.a.	36.00 %	n.a.
Kho, Stulz og Warnock (2006)	Korea	96 - 04	n.a.	13.50 %	41.33 %	n.a.

## 2.4 Forventet utviklingen i utenlandske eierskap i børsnoterte rederier

Samtlige studier som er fremstilt viser en vekst fra periodens start til slutt. Det er derfor trolig at det også blant de rederiene på Oslo Børs vil det være en vekst i utenlandsk eierandel i perioden fra 1994 til 2007. De studiene som er av mest relevans for dette arbeidsnotatet er studiene på det norske markedet av Bøhren og Ødegaard (2000) og Døskeland og Mjøs (2008). Jeg vil i kapittel 6 gjøre en analyse av utenlandsk eierandel i rederier notert på Oslo Børs uten at jeg justerer for eksplisitte barrierer.

<sup>5</sup> Bøhren og Ødegaard (2000) har regnet ut utenlandsk andel over perioden fra 1989 til 1997 ved å ta den samlede eierandelen i hvert selskap og deretter ta et gjennomsnitt over alle selskapene. De bruker altså et likevektet gjennomsnitt.

### 3. Teoretisk rammeverk og historisk bakgrunn

#### 3.1 Finansiering av rederier

Brealey og Myers (2003) peker på at selskaper hovedsakelig har fire ulike måter de kan finansiere sine kapitalinvesteringer:

1. intern eller ekstern egenkapital
2. privat eller offentlig gjeld
3. leasing
4. hybrid kapital

**Intern egenkapital** kommer fra tilbakeholdt overskudd i selskapet. Dette er overskudd som ikke blir betalt ut som utbytte til aksjonærene. **Ekstern egenkapital** er kapital som blir hentet fra kilder utenfor selskapet, det kan være eksisterende aksjonærer eller nye aksjonærer.

**Privat gjeld** er gjeld utstedt av eksempelvis pensjonsfond eller forsikringselskap, hvor det finansielle er tilrettelagt for både långiver og lånetaker (Stopford 1997). Finansiering fra banker dekkes også av begrepet privat gjeld. Det samme gjelder med verftskreditt. **Offentlig gjeld** er gjeld som kan kjøpes og selges i markedet, det mest vanlige er obligasjonslån.

**Leasing** er en form for finansiering der et leasingsselskap kjøper eiendelen og leier det ut på lange kontrakter. Dette er mest vanlig innenfor flybransjen, men forekommer også innenfor shipping.

**Hybrid kapital** er i de fleste tilfeller et obligasjonslån med høy rente hvor det er en underliggende opsjon på å gjøre om lånet til egenkapital på et bestemt tidspunkt.

En undersøkelse gjort blant Hong Kong-baserte redere om skipsfinansiering, konkluderer med at gjeld fortsatt er den foretrukne finansieringsmetoden for rederier etterfulgt av egenkapital (Zeng, Gong og Ye 2010). Rederne i undersøkelsen svarer at gjeld er den foretrukne finansieringsformen fordi det er lave kostnader, god tilgang, relativt fleksible vilkår og man avslører ikke forretningssensitiv informasjon til markedet.

#### 3.1.2 Historisk bakgrunn

På begynnelsen av 1990-tallet var det en stadig økende etterspørsel fra rederiene etter ekstern egenkapital. Stokes (1992) skriver at den økte etterspørselen etter ekstern

egenkapital i 1992 kun var en konsekvens av at andrehandsprisene på skip økte, at rederiene over tid ikke hadde klart å opparbeide seg tilstrekkelig andel intern egenkapital til å dekke fremtidige investeringer og at kredittmarkedet på denne tiden ble stadig strammere. Men at ingen av disse faktorene er veldig overbevisende grunner for at profesjonelle investorer skal se på shipping som et videre attraktivt investeringsobjekt. Ettersom både leasing og hybridkapital var lite utbredt på denne tiden hadde rederiene i praksis bare en finansieringskilde igjen. Dette var ekstern egenkapital. Imidlertid har børsen tradisjonelt ikke vært det foretrukne alternativet som kapitalkilde for rederier. Videre har shippingaksjer heller ikke vært regnet som et attraktivt investeringsobjekt blant profesjonelle investorer. Stokes (1996) undersøker i en annen artikkel årsakene til at shippingindustrien ofte feiler når man skal hente penger i aksjemarkedet. Han mener aksjemarkedet ser på shippingindustrien som altfor risikabel, uforutsigbar og upålitelig til at det i stor grad blir vurdert som et godt investeringsobjekt. Et problem han peker på er at shippingselskapene har problemer med å få oppmerksomheten til både investorer og analytikere og at det kun er et fåtall investorer som er aktuelle når man skal hente kapital til shipping. Et annet stort problem er å selge emisjonen til riktig pris. Dette kommer av at investorene ofte krever 20-30 prosent rabatt i forhold til NAV.<sup>6</sup> Rederiene mener denne rabatten er altfor stor.

I Norge var bruken av kommandittselskap (KS) lenge den foretrukne måte å skaffe ekstern egenkapital på.<sup>7</sup> Et KS har liknende struktur som et fond, men fordelene med et KS var at fortjenesten var skattefri så lenge den ble reinvestert innenfor en spesifikk periode. På denne tiden var det svært høye skatter i Norge, slik at denne formen for investering var svært attraktiv for private investorer. Mange av KS-selskapene som ble opprettet på denne tiden hadde som hovedformål å investere i skip (Stopford 1997).<sup>8</sup>

Ser vi på perioden fra 1986 til 1991, ble totalt 38 milliarder hentet gjennom KS, mens bare 5,5 milliarder ble hentet på Oslo Børs (Tenold 2012). Stopford (1997) hevder at den kanskje viktigste utviklingen ikke var KS-strukturen alene, men den sterke veksten i norske banker i perioden. Ved starten av 1980 hadde norske banker en shippingportefølje på cirka 1 milliard, mens den i 1989 hadde vokst til 6-7 milliarder. Han peker videre på at denne

---

<sup>6</sup> NAV: Net asset value: Nåverdien av fremtidig inntjening til selskapets flåte.

<sup>7</sup> Selskap hvor minst én deltager har et ubegrenset ansvar for selskapets forpliktelser (komplementar) og minst én deltager har begrenset ansvar med en fastsatt sum for selskapets forpliktelser (kommandittist).

<sup>8</sup> 1980-tallet regnes ofte som perioden hvor man hentet mest kapital fra KS-markedet.

tilgjengeligheten på finansiering, i tillegg til norske bankers vilje til å finansiere KS, selv med en ukonvensjonell struktur, var årsaken til den enorme suksessen som KS-markedet var.

Ser vi på kapitaltilgangen i 1989 isolert sett ser man hvor viktig KS-markedet var for shipping og offshore bransjen. Totalt ble det innhentet cirka 12,5 milliarder, av disse kom 10 milliarder fra KS-markedet, mens bare 2,5 milliarder kom fra aksjemarkedet (Ytterborg 1989). Tilgangen på kapital i KS-markedet var på denne tiden stor og noen tok til og med til orde for at tilgangen på kapital var for stor; formann i Oslo Skibsmeglerforening Erik Heidenreich tok på det årlige julemøte i 1989 til ordet for å kritisere enkelte meglere og rederier ukritisk innkjøp av tonnasje. Videre stilte han spørsmål ved etikken i forbindelse med en del av de prosjektene som ble gjennomført dette året. Han påstod at utnyttelsen av mer eller mindre naive og investeringsvillige KS-investorer og mangelfulle tekniske vurderinger av skip ville være til skade for næringen (Ytterborg 1989). Forfatterne Wijnołst og Wergeland (1996) peker i sin bok på at den norske aktiviteten i annenhåndsmarkedet i perioden fra 1987 til 1991 var svært høy, mer enn 50 prosent av alle kjøp og salg av skip i denne perioden involverte nordmenn som en av partene. De peker også på at mange av KS-prosjektene på denne tiden var svært dårlige og at mange av dem aldri burde ha vært gjennomført.

I 1992 kom det nye skatteordninger som gjorde at shipping ble beskattet på lik linje med andre bransjer. Dette gjorde at KS-markedet ble mindre attraktivt som finansieringskilde for shippingselskapene. Maritimt forums kapitalutredningsgruppe anslo i 1993 at selv uten flåteforyngelse vil norske skipsfart trenge 25 milliarder i frisk kapital utenfra i forhold til den neste tiårs perioden (Lange, Utlendinger åpner lommebøkene: Inn i norsk skipsfart 1993). Erik Heidenreich er på denne tiden skeptisk til hvordan dette skal gå til, og uttaler: "Skatteskjerpelsene gjør at det er mindre attraktivt å investere i skipsfart i Norge. Kommandittkapitalen er ikke lenger tilgjengelig, og institusjonelle investorer er ikke spesielt motiverte for å sette penger i shipping" (Heidenreich 1992). Vi hadde dermed altså en situasjon i norsk skipsfart på begynnelsen av 1990-tallet hvor behovet for kapital var stort, mens kapitalkildene var meget begrenset.

Dette er noe av bakgrunnen for at rederiene i økende grad rettet sine øyne mot børsen, og i 1993 ble det foretatt flere store emisjoner. Stokes (1996) mener disse emisjonene markerte

fremveksten av Oslo Børs som den foretrukne markedsplass for notering av shippingsselskap i Europa. Fearnley Finans utarbeidet mot slutten av 1993 tall som viste at norske rederier hadde hentet 1,6 milliarder og planla å hente ytterligere 4,4 milliarder før utgangen av samme år (Lange, Shipping: Henter 6mrd. ferske kroner 1993). Totalt 17 rederier var på dette tidspunktet i ferd med å hente inn kapital, eller hadde hentet kapital via børsen. De viktigste emisjonene som ble gjennomført var: Bona Shipholding som hentet 115 millioner dollar, Smedvig tankers som hentet cirka 130 millioner dollar og First Olsen Tankers som hentet 800 millioner norske kroner (Stokes 1996).<sup>9</sup> I Smedvig og First Olsen Tankers var utlendingers andel på henholdsvis 80 og 90 prosent.<sup>10</sup> Dermed så det ut til at utenlandske investorer skulle bli den viktigste kilden til kapital for norske rederier i perioden fremover. Administrerende direktør Rolf Sæther i Norges Rederiforbund uttaler at bortfallet av nasjonale finansieringsinstrumenter gjør at rederiene ikke har noe annet valg enn å gå på børs. Ifølge Sæther var faren at den mest attraktive delen av norsk rederivirksomhet kunne bli kjøpt opp av utenlandske investorer. Sæther mener at det er utmerket hvis vi får aktive norske eiere og passive utenlandske investorer. Men meget aktive utenlandske eiere er lite ønskelig, fordi dette kan føre til at norske rederier lett kan miste kontroll over virksomheten (Lange, Shipping: Henter 6 mrd. ferske kroner 1993).

I 1994 stemte Norge nei til EU, men samtidig ble EØS-samarbeidet innført. Dette gjorde at man måtte lette restriksjonene som lå på utenlandsk eierskap i norske aksjeselskap. Samtidig var det også planer om å opprette en egen shipping børs i Oslo. Dette skulle være et forsøk på å lette tilgangen til kapital etter at KS-markedet hadde tørket ut. Dette ble imidlertid senere skrinlagt (Lange, Børsens shippingaksjer: Verdiøkning på 14 mrd 1993).

### **3.2 Hvordan tiltrekke seg utenlandsk kapital?**

Det foregående delkapittelet viste at egenkapitalfinansiering gjennom børs ble en viktig kapitalkilde for rederiene, og at utenlandske investorer ble sett på som en av de viktigste investorgruppene. Men hvordan skal man tiltrekke seg utenlandsk kapital til et lite land som Norge og til en såpass spesiell bransje som shipping? Hvis verdens aksjemarked hadde vært perfekte ville alle investorer holdt den andel hvert selskap bidro med i den optimale

---

<sup>9</sup> Disse rederiene kunne ikke ha en norsk eierandel høyere enn 50 prosent, hvis den var høyere ville selskapene bli skattet på lik linje med andre norske selskaper. Dette var spesialregler laget for Bona Shipholding, men ble også gjeldende for First Olsen Tankers og Smedvig Tankships (Bakka 1997).

<sup>10</sup> Hvor mye av dette som er indirekte kontrollert av norske eiere vites ikke.



porteføljen av alle verdens børsnoterte selskaper. Men det er velkjent at investorer har en overvekt investert i verdipapirer utstedt i sitt eget hjemland, enn verdipapirer utstedt i utlandet. Kang og Stulz (1997) hevder at de viktigste forklaringene til hjemmefavoriseringen ligger i eksplisitte og implisitte barrierer.

### **3.2.1 Eksplisitte barrierer**

Eksplisitte barrierer er de som er observerbare og kvantifiserbare (Kang og Stulz 1997). Over de siste 40 årene har det vært en stor nedgang i disse eksplisitte barrierene. Allerede i 1991 påpeker French og Poterba (1991) at slik eksplisitte barrierer ikke kan forklare hvorfor investorer foretrekker sitt eget hjemland. De peker videre på at det er små skatteforskjeller mellom hjemlige og utenlandske investorer, slik at skatt sannsynligvis ikke er en forklaring. De mener heller ikke transaksjonskostnader kan forklare hvorfor investorer foretrekker sitt eget hjemland. Dersom transaksjonskostnader var en viktig faktor ville alle investorer vektet sin portefølje mot de mest likvide markedene slik som New York. Den tredje eksplisitte barrieren French og Poterba nevner er restriksjoner på utenlandsk eierskap. De avfeier dette som en forklaringsvariabel, ettersom utenlandsk andel likevel er langt under restriksjonsgrensene. Dermed mener de at adferdsmessige forklaringer er sannsynlig.

Dahlquist og Robertsson (2001) bekrefter at det svenske markedet ikke inneholder eksplisitte barrierer på utenlandsk eierskap etter at de siste restriksjonene ble opphevet i 1993. Også Kho, Stulz og Warnock (2006) bekrefter at for de største og mest utviklede landene er eksplisitte barrierer i stor grad borte.

#### **3.2.1.1 Eksplisitte barrierer i det norske kapitalmarkedet**

I det norske markedet hadde vi eksplisitte barrierer på utenlandsk eierskap i norske selskap før 1.1.1995. Disse barrierene var reguleringer som gjaldt alle norske selskaper som gav uttrykk for at utenlandske investorer som gruppe ikke kunne holde mer enn en tredjedel av alle stemmeberettigede aksjer i et selskap (Bøhren og Ødegaard 2000). Dette gjorde at mange selskaper organiserte sine aksjer i A- og B-aksjer. A-aksjene var de stemmeberettigede aksjene, mens B-aksjene bare hadde rettigheter til kontantstrømmen fra selskapet. Et av punktene i EØS-avtalene er det skal være fri flyt av kapital. Norge måtte dermed lette på restriksjonene som lå på utenlandsk eierskap i norske selskaper når man tilslutte seg EØS-samarbeidet (Regjeringen 2002). Som nevnt ovenfor har flere artikler overbevisende påpekt at eksplisitte barrierer ikke lenger kan forklare hvorfor investorer avviker fra

markedsporteføljen. Dette stemmer også for Norge ettersom vi i perioden mellom 1.1.1995 og 31.12.2007 ikke har hatt noen form for eksplisitte barrierer som hindrer utenlandske investorer i å investere i norske selskaper. Men, vi har derimot hatt, og har fortsatt en eksplisitt barriere som favoriserer utenlandske investorer fremfor investorer som er skattemessig bosatt i Norge. Denne eksplisitte barrieren er den norske kapitalbeskatningsmodellen.

Kapitalbeskatningen i Norge har ofte vært et diskutert tema blant kapitaleiere. Regjeringen redegjør for sin kapitalbeskatningspolitikk på følgende måte:

*Kapitalbeskatningen i Norge er basert på nøytralitetsprinsippet, som innebærer en lav og bred skattesats på brede skattegrunnlag. Dette sikrer at beskatningen i minst mulig grad påvirker beslutninger om sparing og investeringer, slik at samfunnets ressurser utnyttes best mulig. Kapitalinntektsbeskatningen skal i utgangspunktet ikke ivareta fordelingspolitiske hensyn. Formuesskatten har derimot sterke fordelingsmessige egenskaper og er delvis begrunnet i fordelingshensyn (Regjeringen u.d.).*

Kapitalbeskatningen i Norge skjer gjennom tre (fire) ulike kanaler, skatt på aksjeinntekt, arveavgift og formuesskatt.<sup>11</sup> Aksjeinntekt blir i all hovedsak skattelagt med en flat skatt på 28 prosent av inntekt over skjermingsfradraget. Arveavgiften ilegges i utgangspunktet all arv. For arv/gaver mellom 470 000 kroner og 800 000 kroner er avgiften på 6 prosent, mens avgiften på beløp over 800 000 kroner er på 10 prosent. Formuesskatten gjelder for nettoformuer over 470 000 kroner. Avgiften utgjør 1,1 prosent årlig av nettoformue over denne grensen. Skattemessig verdi for eiendeler er i all hovedsak lik markedsverdi utenom for eiendom hvor ligningsverdien som oftest settes til 30 prosent av kostpris.

Dette betyr at hvis man ser bort fra implisitte barrierer, har utenlandske investorer et fortrinn på norske investorer ved at de ikke er underlagt den norske kapitalbeskatningsmodellen.

Rederiforbundet (Menon Business Economics 2011) mener at det er særlig de særnorske skattetyperne gjør at norsk skipsfartsnæring og privat eierskap mister sin konkurranseevne. De peker særlig på formuesskatten og arveavgiften, samt reglene om skattemessig bosted.

---

<sup>11</sup> Eiendomsskatten er en frivillig kommunal skatteform

Rederiforbundet mener at formueskatten er en særskatt på norsk eierskap, som systematisk diskriminerer norske private eiere i forhold til andre utenlandske eiergrupper. Private eiere kan unngå denne formueskatten gjennom å bosette seg i land som ikke har slik skattlegging. Dette kan igjen føre til at eierne velger å flytte virksomheten sin ut av Norge, herunder arbeidskraft og investeringskapital. Arveavgiften gjør at det er betydelige utfordringer ved gjennomføring av generasjonsskifter, og at selskapene ofte blir tappet for kapital ved generasjonsskifter. Reglene for skattemessig bosted gir utrykk for at man i gjennomsnitt over en tre års periode ikke kan være mer enn 90 dager per år i Norge uten at man blir ansett som skattemessig bosatt i Norge. Dette mener Rederiforbundet er for kort oppholdstid til at eieren skal kunne ivareta eierposisjoner og virksomhet på en forsvarlig måte. Til sammenligning er gjennomsnittlig oppholdstid i andre nordiske land seks måneder. I følge rederiforbundet fører dette til at Norge blir mindre attraktivt som lokaliseringssted for internasjonal kapital.

### **3.2.1.2 Forventninger til utenlandsk eierandel på bakgrunn av eksplisitte barrierer**

Opphevelsen av restriksjonene på utenlandsk eierskap i norske selskaper danner grunnlaget for min andre problemstilling om at utenlandsk kapital var ensbetydende med oppkjøp. Det at utenlandske investorer etter 1.1.1995 hadde samme rettigheter som norske investorer, gjør at man kan forvente at det blir en økning i oppkjøpsaktiviteten fra utenlandske investorer. Opphevelsen av disse restriksjonene gjør også at utenlandske investorer nå har muligheten til å gjøre fiendtlige oppkjøp, det vil si oppkjøp som ikke er ønsket av eksisterende styre og ledelse. Jeg forventer derfor at det har vært oppkjøpsaktivitet, og at dette har en innvirkning på den utenlandske eierandel som blir lagt frem i kapittel 6. Opphevelsen av restriksjonene på utenlandsk eierskap åpner også muligheten for at norske investorer kan flytte sitt eierskap til utlandet. Min tredje problemstilling er om norske investorer i rederiene notert på Oslo Børs i stor grad har flyttet sitt eierskap til utlandet. På bakgrunn av den kapitalbeskatningspolitikken som er i Norge forventer jeg at man over perioden ser at flere norske investorer flytter sitt eierskap til utlandet. Den fjerde problemstillingen er hvilke innvirkninger dette har for andelen utenlandsk eierskap. Jeg forventer at dette vil ha en hvis innvirkning på utenlandsk eierandel, kanskje spesielt mot slutten av perioden hvor vi vet at flere av de største rederne er nordmenn med skattemessig bostedsadresse i utlandet.

### **3.2.2 Implisitte barrierer**

Ettersom eksplisitte barrierer har falt, har flere forskere lagt mer vekt på implisitte barrierer, inkludert politisk og nasjonsspesifikk risiko, samt informasjonsasymmetri (Kang og Stulz 1997).

French og Poterba (1991) legger vekt på ulike risiko- og avkastningsforventninger som forklaringsvariabel. De forklarer at investorer har vanskeligheter med å beregne risiko og avkastning for utenlandske selskaper. Som følge av dette velger de det trygge alternativet i sitt eget hjemland. Dette gjør at avkastningsforventningene blir høyere i eget hjemland og dermed blir hjemlige aksjer overvektet.

Kang og Stulz (1997) beskriver den politiske risikoen som viktig dersom utenlandske investorer føler det er usikkerhet rundt tilbakebetalingen av investeringen, eller om hele investeringen skal forsvinne. De mener derfor at utenlandske investorer i en slik situasjon forventer lavere avkastning enn hjemlige investorer.

#### **3.2.2.1 Politisk ustabilitet som implisitt barriere i den norske skipsfartsnæringen**

Norge blir regnet som et stabilt politisk land, og det er svært lav risiko for at utenlandske investorer blir forskjellsbehandlet i forhold til norske investorer. Men nettopp innenfor skipsfarten har det de senere årene vært stor politisk ustabilitet. Denne ustabiliteten kan for utenlandske investorer være vanskelig å forstå. Og det er her ustabiliteten blir til en implisitt barriere for utenlandske investorer. Et selskap som BW Gas, tidligere Bergesen, har valgt å la mye av ekspansjonen av flåten skje i regi av utenlandske selskaper. Den tidligere toppsjefen i BW Gas, Jan Håkon Pettersen uttaler til Dagens Næringsliv 18.4.2007 at bakgrunnen for dette er det uforutsigbare skattesystemet i Norge (Segrov, Dømt til å bli i Norge 2007). Denne ustabiliteten har hovedsakelig kommet av hvilke rammebetingelser som skal foreligge for skipsfartsnæringen. Noen parter har kjempet hardt for næringsnøytralitet i Norge, det vil si at all industri skal skattlegges på lik linje. Mens andre igjen mener at skipsfarten skal skattlegges på linje med konkurrerende land. Mellom 1992 og 2007 har man hatt tre ulike skattereformer som omhandler skipsfarten.

I **1992** ble som kjent de gunstige skattereglene som favoriserte skipsfart endret. Avskrivningssatsene ble redusert til 20 prosent, noe man mente var nærmere reell nedskrivning. Videre ble avsetninger til fremtidige tap og utgifter ikke lenger tillatt med

skattemessig virkning. Til gjengjeld ble skattesatsene på selskapsnivå redusert fra 50,4 prosent til 28 prosent (Norges offentlige utredninger 1989:14). Meningen med denne skattereformen var å gi et bredere skattegrunnlag som ville gi den samme skatten med lavere skattegrunnlag. Det var dermed ikke meningen at skattetrykket skulle øke. For rederiene skjedde det motsatte, skattetrykket økte merkbart (Tenold 2012).

I **1996** ble rederibeskatningsordningen innført. Meningen med denne var å gi skipsfart skattemessig særbehandling. Rederier med skip i internasjonal fart skulle få rammevilkår på linje med sine konkurrenter. Ordningen bygget på et unntaksprinsipp hvor skipsfartsinntekter er skattefrie for selskapet, mens utdeling av utbytte og frivillig uttreden av rederiskatteordningen utløser ordinær beskatning med 28 prosent skatt. Det ble samtidig innført en tonnasjeskatteordning, hvor rederiene betalte skatt av nettotonnasjen av hvert fartøy (Ot.prp nr.11 1996-1997).

I **2007** ble rederiene fritatt for vanlig selskapsskatt og betaler siden bare en tonnasjeskatt. Men dette innebærer at staten nå ønsket å kreve inn den tidligere utsatte selskapsskatten (St.prp. nr.1 2007-2008). Dermed følte rederiene seg sviktet av staten, ettersom de mente at denne skatten ikke plutselig kunne bli innkrevd. Saken endte til slutt i Høyesterett.

Generelt har rammevilkårene endret seg positivt for norsk skipsfart, men ikke uten tilbakeslag, slik som reformen fra 1992. Imidlertid har reformene har vært under kritikk fra næringen fordi de har vært stykkvise og vage. Skipsfartsnæringen har hele veien benyttet andre lands rammeverk som sammenligning og ikke norsk næringsliv. Dermed har ordningene sett noe vaklende ut. Det har også vært kritikk av den høye frekvensen av endringer og mangel på langsiktig skipsfartsvennlig engasjement (Tenold, 2012).

For de fleste vestlige land er politisk ustabilitet ikke en forklaringsvariabel. Dahlquist og Robertsson (2001) velger å se bort fra dette som en forklaringsvariabel i det svenske markedet. Kang og Stulz (1997) argumenterer for at politisk risiko vil gjenspeiles i at investorer foretrekker selskaper med høy likviditet, slik at man kan komme seg ut av posisjonen til lave kostnader. Men resultatene til Kang og Stulz (1997) gir etter min mening ingen klare svar på om dette stemmer.

### **3.2.2.2 Andre implisitte barrierer**

Ser man bort fra både eksplisitte barrierer og politisk risiko er det kun informasjonsasymetri som kan forklare hvorfor investorer foretrekker sitt hjemland. Merton (1987) skriver at en investor har en betydelig kostnad ved investering for første gang i et selskap, hvis han ikke kjenner selskapet godt nok. Informasjon om selskapet får man gjennom media, tidligere investeringer, egen analyse og ekstern analyse. Men Merton peker også på at det ikke bare hjelper at selskapene blir fulgt av analytikere hvis ikke investorene kjenner til analytikerne eller meglerhuset de representerer. Sagt på en annen måte er selskaper som ønsker å tiltrekke seg utenlandsk kapital avhengig av at analytikerne som følger dem ikke bare er kjent i hjemlandet, men også blant utenlandske investorer. Falkenstein (1996) finner resultater som tilsier at aksjefond unngår aksjer hvor det er lite informasjon i markedet, målt i antall nyhetsartikler. Huberman (2001) forklarer at en av grunnene til at man foretrekker å investere i sitt hjemland er at man foretrekker selskaper man kjenner fra før, og markeder man har naturlig bedre kjennskap til.

Kang og Stulz (1997) presenterer resultater som tilsier at selskaper som i stor grad eksporter sine varer, ser ut til å ha en høyere andel utenlandsk eierskap. Dette fordi eksportselskaper ofte markedsfører seg i andre land enn sitt hjemland. Videre at man blir bedre kjent gjennom at varene blir distribuert utenfor sitt eget land. Men de nevner at størrelse her kan være en forstyrrende variabel ettersom det stort sett er store selskaper som driver med utstrakt grad av eksport. Dahlquist og Robertsson (2001) finner også resultater som tilsier at eksportselskaper har en høyere utenlandsk eierandel.

### **3.3.2.3 Forventet innvirkning på utenlandsk eierandel**

Jeg forventer at den politiske ustabiliteten som har vært i norsk skipsfartspolitikken trolig har hatt en innvirkning på utenlandsk eierandel. Samtidig er norsk maritim næring verdensledende. Rederiene som er notert på Oslo Børs er trolig godt kjent for utenlandske investorer og, burde ha en positiv innvirkning på utenlandsk eierandel. Det vil trolig også være en større andel "norske skatteflyktninger" blant de utenlandske investorene ettersom de ikke er underlagt de samme implisitte barrierene på informasjon som det andre utenlandske investorer er.

### 3.3 Utenlandske investorers adferd

Forskning viser at utenlandske investorer tenderer mot å ha et bestemt adferdsmønster når det kommer til investeringsvalg. Jeg vil i denne delen gå inn på noen av de viktigste empiriske funn som er gjort, i håp om at disse kan være til hjelp når jeg senere analyserer utviklingen i utenlandsk eierandel i de børsnoterte rederiene. Denne adferden er en del av de implisitte barrierene og oppstår ofte som følge av informasjonsasymetri. Dette kommer av at utenlandske investorer handler etter bestemte adferdsmønster fordi de mangler eksplisitt informasjon om selskapene.

#### 3.3.1 Størrelse og likviditet

Selskapets størrelse målt i markedsverdi er en forklaringsvariabel på utenlandsk investoradferd som er dokumentert i flere forskningsartikler. Kang og Stulz (1997) sitt mest robuste resultat i undersøkelsen av eierstrukturen i det japanske aksjemarkedet mellom 1975 og 1991 er at utenlandske investorer i gjennomsnitt holder en langt høyere eierandel i de største selskapene. De peker på flere grunner til at resultatene er slik. For det første kan større selskap være bedre kjent internasjonalt. Videre kan slike selskap også være mer likvide. Det vil dermed være enklere å etablere en posisjon i selskapet uten å ha innsidekunnskap. De finner blant annet bevis for at selskapene med lavest omsetning har lavest andel av selskapet eid av utenlandske investorer. Aksjer i store selskap kan også være bedre tilgjengelig i utlandet. De finner frem til at selskaper som har American Depository Receipts har høyere utenlandsk eierandel.<sup>12</sup> Dahlquist og Robertsson (2001) sine resultater viser dette også for det svenske aksjemarkedet. Forskning gjort på det koreanske aksjemarkedet (Bae, Min og Jung 2011) finner at utenlandske investorer foretrekker større selskaper målt etter markedsverdi. Gompers og Metrick (1999) og Falkenstein (1996) dokumenterer at amerikanske aksjefond venter sine porteføljer mot store selskaper.

Størrelse kan være en forklaring på at det er lavere utenlandsk eierandel innenfor shippingsektoren. Stokes (1996) peker på at en stor del av de over 150 noterte shippingsselskapene i 1996 er selskaper med lav markedsverdi, og dermed at disse er av liten interesse for verdens ledende investeringsinstitusjoner. Han peker også på at også de store noterte shippingsselskapene i de fleste tilfeller ikke tilbyr den størrelse og likviditet store investeringsinstitusjoner krever. Han sammenligner Bergesen, som da var et av de største

---

<sup>12</sup> Et ADR er et sertifikat som utstedes til utenlandske selskap slik at de kan noteres på amerikanske børser.

selskapene innenfor bulk segmentet, med de største noterte selskapene i USA og Europa. Han hevder Bergesen er ganske ubetydelige i denne sammenheng. Men Stokes peker også på at Oslo Børs er unntaket fra regelen, og at shippingselskapene notert på Oslo Børs utgjør en stor andel av børsens totale markedsverdi. Oslo Børs igjen representerer dog kun en liten del av verdens børsnoterte selskaper. Han nevner at 31. desember 1994 står shipping sektoren for 13,5 prosent av den totale markedsverdien på Oslo Børs.

### **3.3.2 Eierkonsentrasjon**

Eierkonsentrasjon er et mål på hvor stor kontroll største eier eller innsideeiere har over selskapet. Har største eier av selskapet kontroll over for eksempel 50 prosent av aksjene vil minst 50 prosent av aksjene ikke være tilgjengelige i markedet. I analyser fra meglerhus blir dette ofte omtalt som free-float aksjer, altså de som i prinsippet er fritt tilgjengelig. Eierkonsentrasjon må derfor ses i sammenheng med aksjens likviditet. I noen selskaper er det også lånebetingelser som legger restriksjoner på hvor stor andel av selskapets aksjer som kan være fritt tilgjengelig. Et eksempel på det er Wilson ASA. Selskapet har en lånebetingelse som sier at Kristian Eidesvik og/eller nærstående skal eie minst 35 prosent av aksjene i det børsnoterte selskapet Wilson ASA (Wilson ASA 2010). I prinsippet legger lånegiveren dermed en restriksjon på aksjens likviditet i markedet ved at maksimalt 65 prosent av aksjene er fritt omsettelige.

Dahlquist og Robertsson (2001) viser at utenlandske institusjonelle investorer viser aversjon mot selskaper med høy eierkonsentrasjon i det svenske aksjemarkedet. De legger vekt på at eierkonsentrasjon kommer inn med et signifikant negativt fortegn. Det ser dermed ut til at utenlandske investorer legger stor vekt på dette i det svenske markedet.

Wong og Fan (2002) viser at høy eierkonsentrasjon svekker informasjonsnivået rapporterte regnskapstall gir til utenforstående investorer i det øst-asiatiske aksjemarkedet. Dette igjen svekker investortviljen til utenlandske investorer. Kho, Stulz og Warnock (2006) peker på at mye av grunnen til hjemmefavoriseringen ligger i at eierkonsentrasjonen er høy i mange markeder, og at for at man skal øke utenlandsk eierskap må eierkonsentrasjonen synke. Ved bruk av koreanske data fant de ut at selskapene som hadde høyest utenlandsk eierandel, var de selskapene som var størst og som hadde den mest spredte eierstrukturen. Syrstad og Owren (2007) viser i sin masteroppgave fra 2007 at utenlandske investeringer er større i de



selskaper på Oslo Børs hvor eierstrukturen er spredt. Disse resultatene er også preget av at det er de største selskapene som stort sett har den laveste eierkonsentrasjonen.

### **3.3.4 Tilgang på informasjon**

Ahearne, Grier og Warnock (2004) bekrefter at det for amerikanske investorer er informasjonskostnaden ved å investere utenfor eget land, som er et av de viktigste argumentene for at det er avvik fra markedsporteføljen. De peker videre på at informasjonskostnaden tilhørende forskjeller mellom land når det gjelder regnskapsstandarder og institusjonelt rammeverk, er en ekstra kostnad som den utenlandske investoren må bære.

Forskningen viser at det sannsynligvis er en sammenheng mellom størrelse på selskapet og i hvor stor grad utenlandske investorer er informert om selskapet.

Når shippingsektoren skal skaffe egenkapital via markedet, har det alltid vært en avveining om hvor mye informasjon man ønsker å gjøre tilgjengelig. Stokes (1996) illustrerer dette med det mislykkede forsøket på å notere Viking Star Shipping (senere Teekay Shipping Corporation) på New York børsen i 1994. Viking Star var på denne tiden et betydelig selskap og ville fått en markedsverdi på rundt 900 millioner dollar etter notering. Et av ankepunktene til investorene var at selskapet hadde en avtale der en privat samarbeidspartner stod for driften av flåten. Investorene var også skeptiske til den foreslåtte kompensasjonspakken til ledelsen. Selskapet ble senere notert som Teekay Shipping Corporation, hvor driften av flåten inngikk i hovedselskapet.

### **3.3.5 Momentumstrategi**

En stor andel av moderne forskning på utenlandske investorers adferd konkluderer med at utenlandske investorer følger en momentumstrategi.<sup>13</sup> En momentumstrategi er en strategi der man kjøper selskaper som historisk sett har hatt god avkastning, mens man selger selskaper som historisk sett har hatt dårlig avkastning. Dette forklares med at utenlandske investorer har dårligere informasjon enn lokale investorer (Brennan og Cao 1997). Forklart med andre ord baserer utenlandske investorer seg på den informasjonskilde som de med 100 prosent sikkerhet vet er riktig. Dette er historisk avkastning. Videre investerer man

---

<sup>13</sup> Blant annet Bae, Min og Jung (2011), Kang og Stulz (1997) og Dahlquist og Robertsson (2001).

dermed etter prinsippet om at selskaper som har gjort det bra tidligere har større sannsynlighet for å gjøre det bra i fremtiden enn selskaper som tidligere har gjort det dårlig.

Siden shipping historisk har gitt dårlig avkastning på egenkapital vil dette kunne gjøre at rederier vil ha problemer med å tiltrekke seg de minst informerte utenlandske investorene.

### **3.4 Forventninger for utenlandsk institusjonell eierandel og implisitte barrierers**

#### **innvirkning**

Min femte problemstilling er hvorvidt man har klart å tiltrekke seg utenlandsk institusjonell kapital til rederiene notert på Oslo Børs. Det faktum at utenlandsk investorer hovedsakelig følger en momentumstrategi, vil trolig ha en innvirkning på utenlandsk institusjonell eierandel i rederi notert på Oslo Børs i forhold til Oslo Børs som helhet, ettersom rederier historisk har gitt en dårlig avkastning på egenkapitalen.

Min sjette og siste problemstilling er hvilke implisitte barrierer som har størst innvirkning på utenlandsk institusjonelt eierskap i rederier notert på Oslo Børs. Forskning viser at selskapsstørrelse målt i markedsverdi og eierkonsentrasjon er to viktige forklaringsvariabler for andelen utenlandsk eierskap. Jeg forventer at dette også er to gode forklaringsvariabler for de børsnoterte rederiene. Ettersom utvalget av rederier i denne perioden består av mange små selskaper, vil trolig utenlandsk eierandel være lavere i utvalget av rederier enn for Oslo Børs som helhet. Spesielt vil nok utenlandsk eierandel i disse små rederiene være minimal. Eierkonsentrasjonen har historisk sett vært høyere innenfor skipsfarten enn annen industri. Dermed har trolig eierkonsentrasjonen en negativ påvirkning på utenlandsk eierandel.

## 4. Metode

### 4.1 Datagrunnlag

Datasettet som er benyttet i notatet er opprinnelig levert av VPS via Oslo Market Solutions AS (tidligere Manamind AS) til SNF prosjekt 7260, "Utviklingen av eierstruktur på Oslo Børs" ledet av Trond Døskeland og Aksel Mjøs. Datasettet er bearbeidet og levert for bruk til dette arbeidsnotatet av Aksel Mjøs. Datasettet inneholder kvartalsvise data for alle hovedregistrerte selskaper på Oslo Børs i perioden fra januar 1994 til desember 2007. Det foreligger ikke data for delregistrerte selskaper.<sup>14</sup> For Oslo Børs som helhet utgjør de delregistrerte selskapene en liten andel, men for shipping utgjør selskapene en større andel på grunn av et mindre antall observasjoner og at de delregistrerte selskapene er relativt store. De tre kanskje viktigste selskapene som ikke er med i datasettet er: Frontline, Royal Caribbean Cruises og Jinhui.<sup>15</sup> De to førstnevnte er selskaper som også er registrerte i New York, mens Jinhui er registrert i Hong-Kong i tillegg til Oslo Børs. Frontline blir gjennomgått i eget delkapittel.

Datasettet inneholder informasjon om de 50 største eierne i hvert selskap, de resterende eierne er aggregert på sektorbasis, slik at datasettet inneholder komplett informasjon om alle eierne for alle selskapene. Datasettet inneholder også kvartalsvis markedsverdi og aksjebeholdning både på selskaps- og investornivå. De ulike investorene er anonymisert gjennom et løpenummer. Hver eiersektor er klassifisert ved hjelp av SSBs institusjonelle sektorer, i tillegg til at Mjøs og Døskeland ytterligere har spesifisert verdipapirfond, pensjonskasser og aksjeselskaper som antas å være private investeringselskaper (SSB u.d.). De har også fått tillatelse til å skille ut folketrygdfondet.

I min analyse er det hovedsakelig utenlandske aksjonærers andel, markedsverdi og eierstruktur som har vært av interesse. Jeg tok først en grov utskilling av alle selskaper som driver virksomhet inn mot maritim næring. Deretter gikk jeg nærmere inn på hvert selskap for å finne de selskapene som har vært involvert i det jeg definerer som rederivirksomhet. Siden mange av selskapene opphørte før internett ble vanlig har jeg måtte kontakte flere bedrifter og personer for å kunne identifisere de ulike selskapene tilbake i tid og deres

---

<sup>14</sup> Selskaper som også er notert på andre børser enn Oslo Børs.

<sup>15</sup> Men dette gjelder også Stolt-Nielsen og Golar LNG.

virksomhet, denne prosessen har vært veldig tidskrevende. Etter at jeg hadde funnet det endelige utvalget med rederier, samlet jeg alle data rundt selskapene i en database. Denne databasen er meget omfangsrik og inkluderer kvartalsvis informasjon om: antall aksjonærer, antall utenlandske aksjonærer, markedsverdi, selskapenes andel av total markedsverdi for shippingporteføljen, utenlandsk andel holdt gjennom forvalterkonto, utenlandsk direkte eierskap, største eier, største eiers andel og rangering av selskapene (etter: størrelse, utenlandsk andel, største eiers andel og markedsverdi). I tillegg har jeg samlet informasjon rundt noterings- og avnoteringstidspunktene for alle selskapene. Tabell 3 viser et sammendrag av dataene i databasen.

Tabell 3. Oversikt over databasen

	Hele perioden	Starten av 1994	Slutten av 2007
Kvartalsvis markedsverdi alle selskap	48 859 160 150	33 598 537 624	128 437 986 656
Gjennomsnittlig selskapsverdi	1 623 890 454	1 083 823 794	4 013 687 083
Median selskapsverdi	641 000 000	458 400 000	2 638 000 000
Høyeste selskapsverdi	22 040 000 000	8 975 000 000	17 950 000 000
Laveste selskapsverdi	5 765 172	18 725 680	80 386 656
Gjennomsnittlig antall aksjonærer	2 894	5 431	1 812
Største aksjonærsandel	29 %	21 %	38 %
Utenlandsk eierandel	33 %	24 %	42 %
<i>Kjent</i>	20 %	16 %	24 %
<i>Forvalterkonto</i>	13 %	8 %	18 %
Antall selskap	68	31	32
Gjennomsnittlig antall kvartal notert	25		
Antall observasjoner	1715		

Datamaterialet er behandlet ved bruk av Microsoft Excel. Datasettets størrelse tilsier at et statistikkprogram hadde gjort prosessen enklere, men for min egen del valgte jeg Microsoft Excel for å få forståelsen av det underliggende datamaterialet.

Utenlandske aksjonærer er fordelt i to hovedgrupper, sektor 900 – Utenlandske og sektor 991 – Nomineekonti.

- **Sektor 900 – Utenlandske:** Er kjente utenlandske aksjonærer. Disse står oppført i aksjonærregisteret med fullt navn enten som privatperson eller selskap. Ofte er dette aktive eiere som ønsker å utnytte sine aksjonærrettigheter og drive aktiv eierstyring. Videre i notatet blir disse eierne omtalt som kjente utenlandske eiere.

- **Sektor 991 – Nomineekonto:** Er utenlandske investorer som har sine aksjer registrert hos en utenlandsk investeringsbank. Norske statsborgere har ikke lov til å ha aksjer registrert gjennom forvalterkonto. Ved å registrere sine aksjer på nomineekonto hos en investeringsbank overlater man i prinsippet ansvaret for eierstyringen til forvalteren av nomineekontoen. Ofte er investorer gjennom forvalterkonto regnet som passive investorer. Videre i notatet blir disse investorene kalt for utenlandske eiere gjennom forvalterkonto. Denne aksjonærgruppen blir også ofte regnet for å være institusjonelle investorer.

Jeg har ikke fått tillatelse til å skille ut enkeltinvestorer ved bruk av datagrunnlaget. Derfor har jeg i tilfeller som omhandler identifisering av enkeltinvestorer bruk data fra årsrapporter for de gjeldende selskapene.

#### **4.2 Periode**

Analyseperioden fra starten av 1994 til slutten av 2007 er valgt av flere grunner. Starttidspunktet er valgt for å få et lite innblikk i situasjonen før 1.1.1995, da begrensningene på utenlandsk eierskap opphørte. Før dette var det liten aktivitet blant shippingselskapene på Oslo Børs, og ytterst få brukt børsen aktivt som egenkapitalinstrument. Jeg velger å avslutte analyseperioden i 2007 ettersom det på dette tidspunktet begynner å bre seg uro i verdens finansmarkeder som tidligere omtalt.

#### **4.3 Segmentering**

Med maritim næring mener rederiforbundet: "alle virksomheter som eier, opererer, designer, bygger, leverer utstyr eller spesialiserte tjenester til alle typer skip og andre flytende enheter" (Menon Business Economics 2011). Næringen er igjen delt opp i fire hovedkategorier hvor rederiene er den største kategorien, og blir definert som "eiere og operatører av alle typer skip, rigger og andre flytende enheter". Rederiene utgjør den største av de fire gruppene innenfor maritim næring, og er den gruppen jeg har valgt å se på. Innenfor rederiene kan man igjen segmentere etter hva som er hovedaktiviteten til rederiene. Menon har valgt å segmentere rederiene i fire hovedkategorier; deepsea shipping, offshore-rederier, bore- og produksjonsselskaper og short sea.

Jeg har imidlertid valgt å dele opp rederiene i fem ulike typer; deepsea, short sea, offshore, innenrikstransport og investeringsselskaper. Samtidig har jeg valgt ikke å inkludere bore- og

produksjonsselskaper fordi jeg mener denne sektoren bryter med det mange betegner som tradisjonell shipping, både i selskapsstruktur og markedstilhørighet.

- **Deepsea-rederier** er rederier som opererer skip som seiler mellom kontinentene. Det er dette mange regner som den tradisjonelle skipsfarten, og inkluderer tankskip, tørrlastskip, kontainerskip med flere. Hovedtrekket blant disse rederiene er at de hovedsakelig operer sine skip i utenriks sjøfart, og skipene er veldig sjeldent innom Norge. Norske kjemikalierederier regnes som verdensledende på området og vi har i Bergen en av verdens største kjemikalieflåter, anført av Odfjell SE. Også Bergesen var store innenfor kjemikalie- og gasstransport, men samtidig hadde de også eierandeler i både tank og tørrlast.
- **Short sea-rederier** er det moderne alternativet til veitransport innad i Europa.<sup>16</sup> Dette er selskaper som hovedsakelig transporter varer innenfor et bestemt kontinent. Wilson ASA er et godt eksempel på et slikt selskap. Skipene går ofte i faste ruter og er til en viss grad mindre volatile enn deepsea-rederiene.
- **Offshore-rederier** opererer skip som jobber inn mot oljenæringen. Dette innbefatter i hovedsakelig supplyrederier. Disse drifter skip som utformer ulike tjenester i tilknytning til oljeproduksjon og leting. Ofte er disse skipene tilknyttet en bestemt rigg over en periode. Skipene kan blant annet transportere forsyninger, håndtere flytting av riggen og være til støtte ved ulykker. Noen av de mest kjente supplyrederiene som har vært notert på Oslo Børs er DOF, Solstad Shipping og Farstad shipping. Andre selskaper innenfor denne kategorien er selskaper som utfører bestemte oppgaver på oppdrag fra oljeselskapene, slik som Subsea7.
- **Innenrikstransport** er selskaper som kun opererer innenfor Norge, ofte er dette lokale ferjeselskaper. Det kanskje mest kjente eksemplet på dette er Hurtigruten, som drifter skip som seiler i nærtransport langs norskekysten fra Bergen til Kirkenes. Et annet lokalt eksempel er Tide.
- **Investeringselskaper** er selskaper som har sitt hovedvirke inn mot rederier, men som ikke er organisert som et tradisjonelt rederi, men som et børsnotert investeringselskap. Gjennom perioden har vi sett flere eksempler på slike selskaper. De mest kjente er de to Fred. Olsen kontrollerte selskapene Ganger Rolf og Bonheur,

---

<sup>16</sup> Ifølge næringens egen interesseorganisasjon, Short sea promotion centre Norway.

som begge har eiendeler i flere ulike andre selskaper innenfor maritim næring, men som ikke driver direkte rederivirksomhet. Et annet eksempel er Stolt Partner som var et skipsinvesteringsselskap satt opp for å eie skip som ble chartret inn av Stolt Nielsen. Actinor er et annet eksempel på et slikt selskap.

Jeg har valgt å inkludere de siste to typene fordi jeg tror det kan ligge et grunnleggende skille i eierstrukturen som skiller disse selskapstypene fra resten av utvalget. Innenrikstransport blir ofte inkludert i short sea-kategorien, men i min utredning, hvor jeg ser på eierstruktur, kan det være hensiktsmessig å ha disse selskapene i en egen kategori ettersom det både er subsidierte selskaper og selskaper som kan være underlagt andre regler for eierstruktur enn tradisjonelle short sea-rederier. Investeringselskapene har jeg valgt å ta ut ettersom de ikke er rederier i tradisjonell forstand, og selskapene dermed i mindre grad er preget av en tilhørighet til norsk maritim næring.

#### **4.4 Selskapsutvalg**

Innenfor offshore-kategorien har jeg valgt å ta ut selskapene som eier og/eller drifter produksjonsplattformer eller flytende produksjonsenheter. Dette inkluderer selskaper som Smedvig, Seadrill m.fl. Jeg har også valgt å ta ut seismikkelskapene, ettersom deres aktivitet er nærmere knyttet til teknologi og bruk av systemer for kartlegging av geologiske data enn til drifting av selve skipet. Skipet er i disse selskapene ofte mer et verktøy som blir utstyrt med teknologien som skiller selskapene. Jeg har derimot valgt å beholde et selskap som Subsea7 ettersom de drifter en flåte av helt unike og meget avanserte skip som utgjør kjernen i selskapet og i den forstand er skipene mer viktigere her enn for de fleste seismikkelskap. For å illustrere et enkelt bilde er det på hjemmesiden til Subsea7 en egen fane som presenterer selskapets flåte, mens på hjemmesiden til PGS og EMGS ligger presentasjonen av flåten under fanen for teknologi.

Selskap som Bonheur og Ganger Rolf som er kontrollert av Fred. Olsen, har mye av sin virksomhet rettet inn mot offshoredrilling men jeg har valgt å beholde dem i mitt utvalg, fordi de har betydelige andeler innenfor shipping.<sup>17</sup>

Innenfor deepsea-segmentet er selskaper som er del registrert på andre børser utelatt. Dette inkluderer blant annet, Frontline, RCCL og Jinhui. Jeg har valgt å kategorisere selskaper

---

<sup>17</sup> Betydelig eierandel i Fred. Olsen Energy som driver bore- og produksjonsvirksomhet, men også store eierandeler i cruise og tank.

som Borgestad og Bachke & Co som deepsea-rederier. Selv om disse selskapene hadde betydelige andre investeringer enn bare shipping har jeg valgt å ha dem med i mitt utvalg, men de utgjør over perioden en svært liten andel av den totale markedsverdien og vil dermed ikke forstyrre utviklingen nevneverdig. Jeg har også valgt å ta med selskaper som Dockwise og Ocean Heavylift, selv om dette for noen kanskje regnes mer som transportselskap enn som tradisjonelle deep sea-rederier. Jeg har også valgt å kategorisere det store cruiserederiet NCL Holding under deep sea.

Innenfor innenrikstransport har jeg valgt å ta med de små transportselskapene som Tide, Namsos Trafikkselskap m.fl.. Jeg gjør dette fordi alle disse selskapene har minst en utenlandsk eier, samt at de er med på å vise bredden blant rederiene notert på Oslo Børs. Noen vil kunne argumentere mot dette, basert på at det er lite eller ingen omsetning av selskapets aksjer aksjen, eller at selskapene driver med mye annet enn det man regner som tradisjonell rederivirksomhet. Jeg mener imidlertid at de har en rettmessig plass i en analyse av børsnoterte rederier, fordi de bidrar til å vise bredden i norsk rederinæring.

Blant short sea-rederiene har det ikke vært mange å velge mellom over denne perioden. Wilson er et rederi som uten tvil hører hjemme under denne kategorien. Jeg har også valgt å inkludere Color Line under denne kategorien, ettersom selskapet driver ruter fra Norge til kontinentet til faste tider og transporterer både mennesker og last.

En komplett oversikt over alle selskapene og hvilket segment de tilhører finnes i Vedlegg 8.



## 5. Markedsutvikling

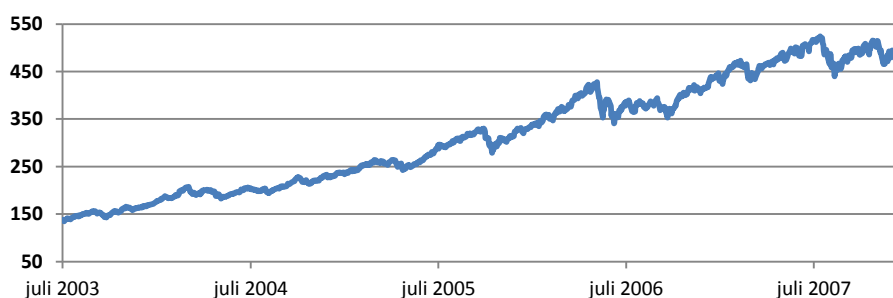
Gjennom perioden har sammensetningen av rederiene notert på Oslo Børs endret seg betraktelig, både når det kommer til hvilke rederier som har vært notert, markedsverdien av rederiene, størrelsen på rederiene, segmentsammensetning og aksjonærstrukturen. Dette kapittelet vil prøve å belyse selskapstrekkene til disse rederiene. Første del av kapittelet vil kort gjennomgå utviklingen for Oslo Børs generelt før andre del først gir en kort introduksjon til shippingmarkedet i denne perioden for så å gå nærmere inn på endringene som omhandler rederiene på Oslo Børs.

### 5.1 Markedstrekk

#### 5.1.1 Oslo Børs

I løpet av denne perioden har vi sett en stor oppgang i børsens samlede verdi. Fra 1994 til 2007 økte børsens samlede markedsverdi fra 229 milliarder til 1232 milliarder (Døskeland og Mjøs 2008).<sup>18</sup> Dette er en økning på hele 438 prosent. Men mye av denne økningen kommer ikke før mot slutten av perioden. Perioden frem mot 2003 var bare preget av periodevis sterk oppgang, og mellom 1994 og 2003 var aksjemarkedet også gjennom to store internasjonale kriser som hadde betydelig innvirkning. Først Asia-krisen, som startet i 1997. Denne hadde begrenset realøkonomiskspredning utenfor Asia, men skapte både børs og valutauro. Våren 2000 sprakk IT-boblen som hadde drevet de globale børsene i flere år og det var igjen en periode med børs- og valutauro. Perioden fra slutten av 2003 til utgangen av 2007 var en periode med sterk vekst i markedsverdien til selskapene samlet på Oslo Børs. Rentenivået i Europa og USA var svært lavt og aksjer ble igjen et populært investeringsobjekt. Figur 1 viser utviklingen på hovedindeksen fra midten av 2003 til slutten av 2007.<sup>19</sup>

Figur 1. Utviklingen på Oslo Børs hovedindeks, jul.2003–des.2007



<sup>18</sup> Statoil, StatoilHydro, Telenor og Cermaq er utelatt, dette er gjennomgående i tallene jeg presenterer fra Døskeland og Mjøs (2008)

<sup>19</sup> Tall hentet fra Oslo Børs.

### 5.1.2 Shipping 1994 - 2007

Shipping er av natur en global industri. Som en konsekvens av dette er også etterspørselen etter maritime tjenester sterkt korrelert med den globale økonomien (Benito, et al. 2003). På tilbudssiden er de viktigste markedsdriverne flåtens størrelse og produktivitet (Stopford, 1997). Dette gjør at fraktratene og inntjeningen hos rederiene ikke er like sterkt korrelert med de globale konjunktorene som etterspørselen etter maritime tjenester.

Shipping har ofte vært regnet for å være en bransje som gir lav avkastning på egenkapitalen. Stopford (1997) har regnet ut avkastning på investert kapital i britiske rederier fra 1970 til 1990, og finner at avkastningen var 9 prosent årlig. I samme periode gav det britiske aksjemarkedet en årlig avkastning på 11,2 prosent.<sup>20</sup>

Avkastning i skipsfartsnæringen på 1990-tallet bar preg av lav avkastning sammenlignet med andre bransjer. Fra juli 1996 til juli 1999 gav "*Morgan Stanley All Country World Index*", som kan regnes som en "verdensindeks", 1,42 prosent månedlig avkastning, mens Morgan Stanley Shipping Index bare gav 0,28 prosent avkastning per måned (Kavussanos, Juell-Skielse og Forrest 2003). Birkeland og Eide (2000) regnet ut at avkastningen på egenkapitalen årlig var 5,3 prosent blant norske børsnoterte shippingselskap mellom 1992 og 1999. I samme periode gav det norske aksjemarkedet samlet en årlig avkastning på 10,2 prosent.<sup>21</sup> Også årsrapporten til Platou (2000) konkluderte med at skipsfartsnæringen fra 1990 til 2000 gav en altfor lav avkastning på egenkapitalen, og at denne perioden kunne karakteriseres som lav avkastning med høy risiko. Platou har beregnet avkastningen til mellom 3 og 9 prosent årlig fra 1990 til 2000, mens de brede aksjeindeksene i samme periode gav mellom 14 og 16 prosent årlig avkastning på egenkapitalen.

Begynnelsen av 2000-tallet var preget av samme dårlige utvikling som 1990-tallet, men fra 2003, etter at virkningene av IT-boblen har lagt seg, begynte den globale økonomien å ta seg opp igjen. Dette ble også merkbart i skipsfartsnæringen. Oljeprisen steg raskt, og oljeselskapene økte sin lete- og produksjonsaktivitet (Platou Economic Research 2008). Dette skapte en "boom", spesielt innenfor offshore-delen av skipsfartsnæringen, men også innenfor deepsea-segmentet.

---

<sup>20</sup> Stopford (1997) inkluderer ikke offshore-rederier i sitt utvalg.

<sup>21</sup> Birkeland og Eide (2000) har inkludert rigg og seismikkelskap i sitt utvalg.

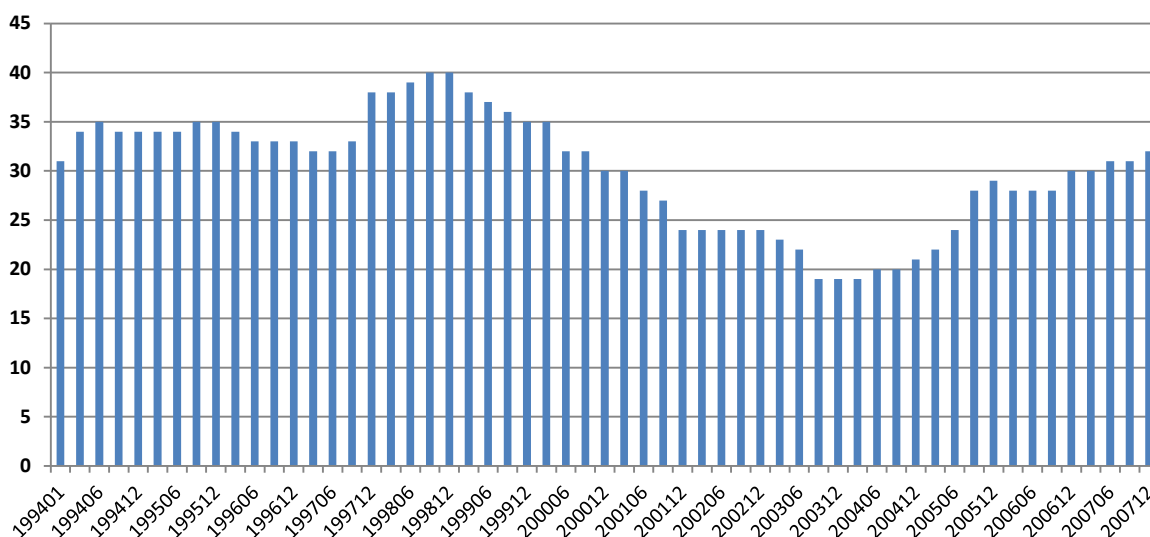
## 5.2 Rederier på Oslo Børs

Selv om skipsfartsnæringen tradisjonelt ikke har brukt børsen aktivt som egenkapitalinstrument, har shipping vært – og er fortsatt – en viktig del av Oslo Børs. I 1994 var hvert fjerde hovedregistrerte selskap på Oslo Børs et rederi. I 2007 var i underkant av hvert femte hovedregistrerte selskap et rederi.<sup>22</sup> Denne delen av notatet vil beskrive utviklingene blant rederiene notert på Oslo Børs i denne perioden, både når det gjelder hvilke rederier som har vært notert, utvikling i markedsverdi, segmentsammensetning og aksjonærstruktur.

### 5.3.1 Selskapsspesifikk utvikling

Over perioden fra 1994 til 2007 var i alt 68 rederier notert på Oslo Børs.<sup>23</sup> Av disse 68 rederiene var bare 13 rederier notert i hele perioden. Figur 2 viser en oversikt over kvartalsvis antall noterte rederier. Det var ved starten av 1994 notert 31 rederier, mens det ved slutten av perioden var notert 32 rederier. Denne utviklingen skiller seg fra Oslo Børs som helhet, hvor det var en jevn stigning i antall selskaper over hele perioden, fra 123 selskaper i 1994 til 185 selskaper i 2007 (Døskeland og Mjøs 2008). Antall noterte rederier varierte i denne perioden, med en klar topp i 1998 hvor det var 40 noterte rederier til en klar bunn ved slutten av 2003 og begynnelsen av 2004 hvor det bare var 19 noterte rederier.

Figur 2. Antall hovedregistrerte rederier på Oslo Børs, 1994-2007, kvartalsvis

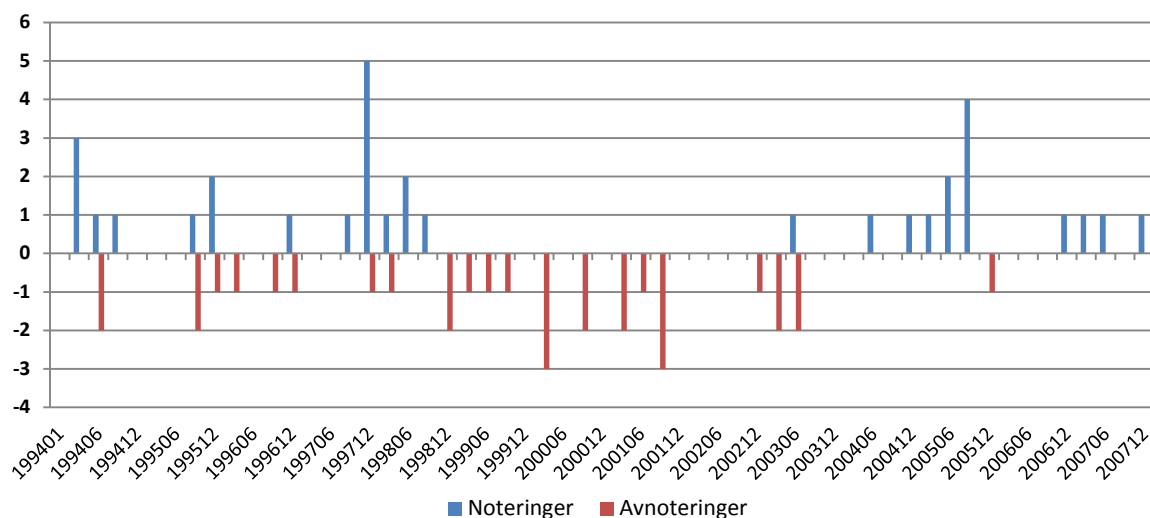


<sup>22</sup> Sammenligning av mitt utvalg av rederier mot Døskeland og Mjøs (2008) sitt hovedutvalg.

<sup>23</sup> Dette inkluderer selskaper som har blitt restrukturert og endret navn i løpet av perioden. Eksempler er Deep Sea Supply AS/PLC, Troms fylkes dampskipsselskap/Hurtigruten, District Offshore/DOF og Rieber Shipping/GC Rieber Shipping.

Omfanget av avnoteringer og noteringer er gitt i figur 3. Figuren viser kvartalsvis antall noteringer og avnotering på Oslo Børs i denne perioden.<sup>24</sup> Fra starten av 1994 til tredje kvartal 1998 ble 19 nye rederier notert på Oslo Børs, mens 10 rederier ble tatt av børs. Den etterfølgende perioden fra fjerde kvartal 1998 til midten av 2004 var preget av at mange rederier ble tatt av børs. Dette sammenfaller med to kriser i verdensøkonomien; Asiakrisen og IT-boblen som sprekker. Nedgangskonjunktoren i aksjemarkedet i denne periode kan trolig være noe av grunnen til at det var et såpass stort antall avnoteringer. 21 rederier ble avnotert, mens bare 1 rederi ble notert.<sup>25</sup> Av de 21 rederiene som ble avnotert var 18 deepsea-rederier, 1 short sea-rederi, 1 investeringselskap og 1 offshore-rederi. Deepsea-rederiene er de rederiene som i størst grad er påvirket av de globale konjunktorene og dermed forklarer trolig nedgangskonjunktoren i denne perioden det store antallet avnoteringer innenfor deepsea-segmentet. Fra midten av 2004 tok noteringsaktiviteten seg opp igjen og det ble notert 13 nye rederier på Oslo Børs frem til utgangen av 2007. I samme periode ble bare 4 rederi blir avnotert.<sup>26</sup> Av disse 13 nymoterte rederiene var det 6 deepsea-rederier, 6 offshore-rederier og 1 short sea-rederi. Døskeland og Mjøs (2008) viser tilnærmet samme resultater for Oslo Børs som helhet i denne perioden, noteringer var hyppigst før 1998 og etter 2004. De peker på at dette sammenfaller med markedsutviklingen på Oslo Børs. Avnoteringer hadde en mer jevn utviklingen men med økt aktivitet mellom 1998 og 2004.

Figur 3. Antall notering og avnotering av rederier på Oslo Børs, 1994-2007, kvartalsvis



<sup>24</sup> Figuren viser noteringer og avnotering justert for restruktureringer

<sup>25</sup> Troms fylkes dampskipsselskap blir notert i andre kvartal 2003

<sup>26</sup> 16 totalt, hvis man inkluderer restruktureringer (GC Rieber, Hurtigruten ASA og Deep Sea Supply PLC)

Figur 4 viser utviklingen i markedsverdien til de børsnoterte rederiene i perioden fra 1994 til 2007. Markedsverdien økte fra 33,6 milliarder ved starten av 1994 til 128,4 milliarder ved utgangen av 2007. I samme periode økte konsumprisindeksen fra 91,9 til 118,6 (SSB 2011). Dette tilsvarer en årlig økning på cirka 10,9 prosent for markedsverdien til de børsnoterte rederiene og 1,98 prosent for konsumprisindeksen.

Den årlige veksten på 10,9 prosent var derimot ikke jevn over perioden. Fra starten av 1994 til første kvartal 1996 var det lav vekst i markedsverdien. I gjennomsnitt var markedsverdien rundt 35 milliarder. Andre kvartal 1996 til tredje kvartal 1997 representerer den første oppgangsperioden, hvor markedsverdien økte fra 34,6 milliarder kroner til 67,2 milliarder kroner. Deretter falt markedsverdien fra 67,2 milliarder kroner i tredje kvartal 1997 til i underkant av 17 milliarder kroner i tredje kvartal 2003. Fra tredje kvartal 2003 til slutten av 2007 var det en ny oppgangsperiode hvor markedsverdien økte til 128,4 milliarder kroner ved utgangen av 2007. Dette tilsvarer en årlig økning på over 70 prosent fra tredje kvartal 2003 og frem til utgangen av 2007.

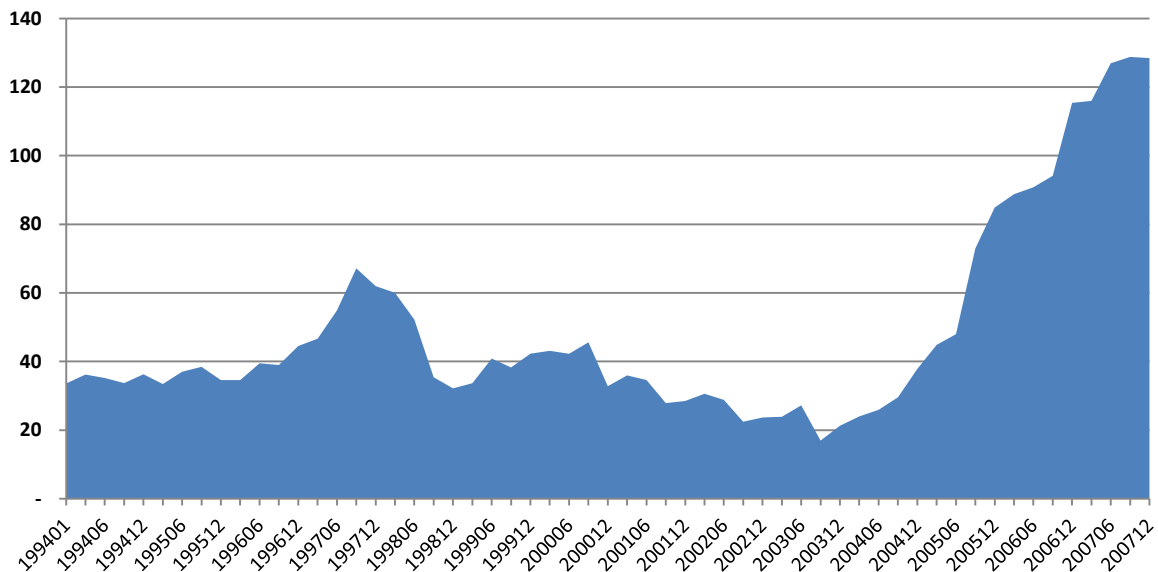
Denne utviklingen sammenfaller med Oslo Børs som helhet over samme periode. Men der man for rederiene ser en nedgang fra 1998 til 2003 opplever man på Oslo Børs en oppgang rundt årtusenskiftet (Døskeland og Mjøs 2008). Oppgangen for Oslo Børs var i denne perioden preget av en kraftig vekst i IT-sektoren.

Den sterke økning fra tredje kvartal 2003 til utgangen 2007 er sammenfallende med en sterk økning i oljeprisen. Brent blend råolje økte fra 29,6 dollar fatet i første uke 2003 til 93,8 dollar fatet i siste uke 2007 (SSB u.d.). Dette gjorde at lete- og produksjonsvirksomheten til oljeselskapene økte betydelig i denne perioden, kanskje spesielt på offshorefelt som er dyrere å utvinne og krever en høyere oljepris for å levere positiv nåverdi.<sup>27</sup> Slike offshorefelt er igjen store kunder av skipsfartsnæringen, både i deepsea-segmentet og kanskje spesielt offshore-segmentet. Ofte blir veksten i oljeselskaperens lete- og produksjonsvirksomhet regnet som en indikator for veksten i etterspørselen etter offshore-relatert shipping.

---

<sup>27</sup> Se f.eks: StatoilHydro (2007)

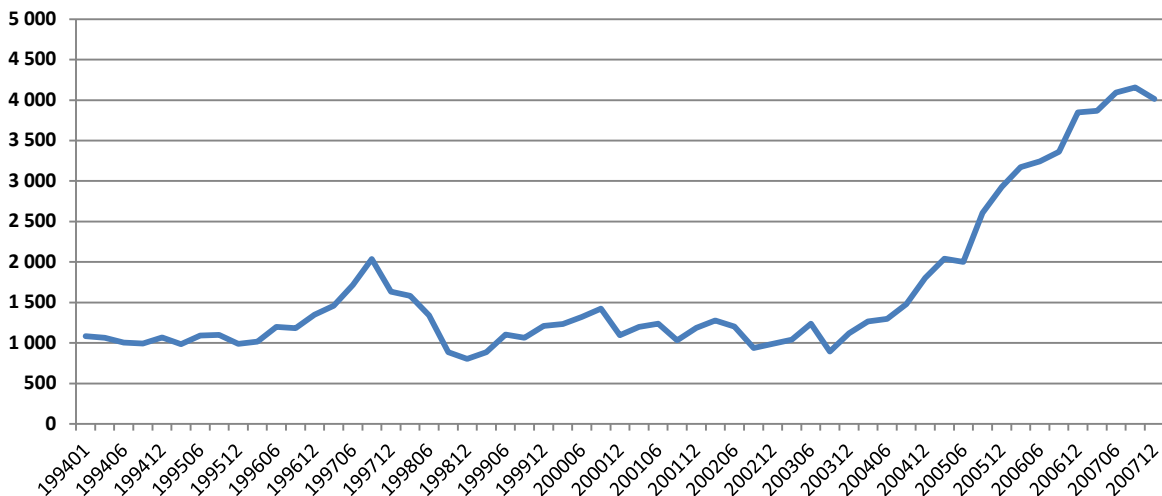
Figur 4. Markedsverdiutviklingen til en samlet rederinæring på Oslo Børs, 1994-2007, (milliarder)



Gjennomsnittlig markedsverdi for hvert rederi notert på Oslo Børs bekrefter at utviklingen i total markedsverdi skyldtes svingninger i markedsverdi og ikke avnoteringer og noteringer.<sup>28</sup>

Figur 5 viser gjennomsnittlig markedsverdi per rederi kvartalsvis over perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Gjennomsnittlig markedsverdi for hvert rederi notert på Oslo Børs endret seg fra i underkant av 1,1 milliard ved starten av 1994 til 4 milliarder ved utgangen av 2007, dette tilsvarer en årlig økning på i overkant av 11 prosent. For alle selskapene på Oslo Børs økte gjennomsnittlig markedsverdi fra 1,86 milliarder til 6,66 milliarder over samme periode.

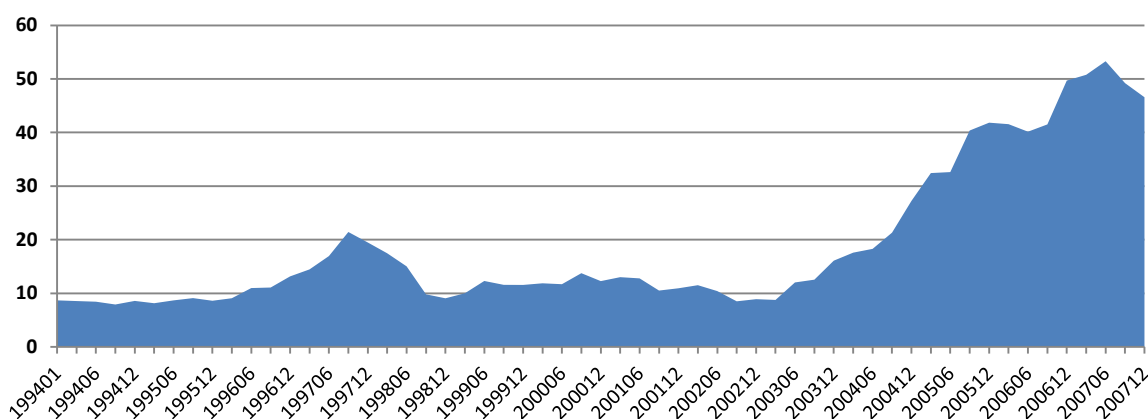
Figur 5. Gjennomsnittlig markedsverdi til rederiene på Oslo Børs, 1994-2007, (millioner)



<sup>28</sup> Vedlegg 10 viser aksjekursutviklingen til ni redier som var notert hele perioden og man ser der en liknende utvikling.

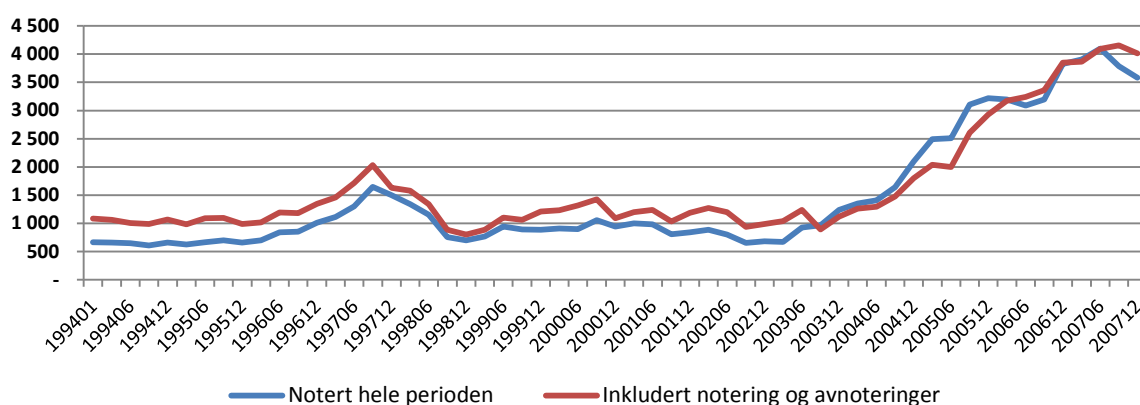
Figur 6 viser utviklingen i markedsverdi for rederiene som var notert hele perioden. Fra starten av 1994 til utgangen av 2007 økte markedsverdien for disse rederiene fra 8,6 milliarder til 46,6 milliarder. Disse rederiene opplevde i likhet med de andre rederiene en sterk oppgang mot slutten av perioden. Markedsverdien økte fra 8,7 milliarder i første kvartal 2003 til 46,6 milliarder ved utgangen av 2007, noe som tilsvarer en årlig vekst på over 50 prosent.

**Figur 6. Markedsverdiutviklingen til rederiene notert hele perioden, 1994-2007, (milliarder)**



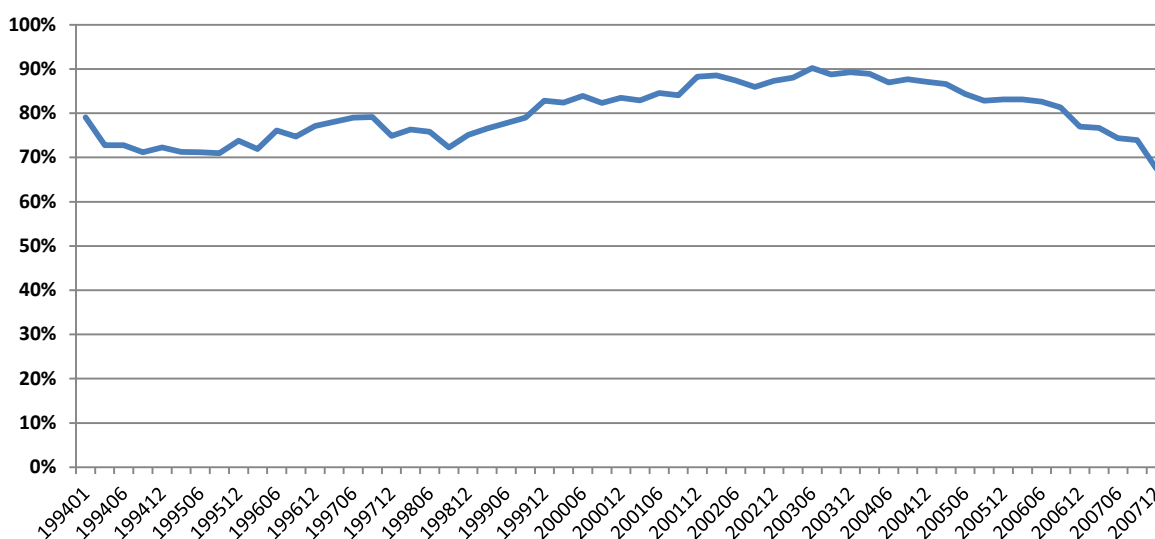
Figur 7 viser en sammenligning av gjennomsnittlig markedsverdi for rederiene som var notert hele perioden og alle rederiene. Veksten i gjennomsnittlig markedsverdi kom tidligere for rederiene som var notert hele perioden enn for alle rederiene samlet. Vedlegg 10 viser at aksjekursen til Wilh. Wilhelmsen stiger noe tidligere enn for de resterende 8 rederiene. Wilh. Wilhelmsen utgjorde i tredje kvartal 2003, 23,04 prosent av markedsverdien til rederiene notert på Oslo Børs. Dermed var en av driverne til at veksten kommer tidligere i rederiene som var notert hele perioden den positive utviklingen i aksjekursen til Wilh. Wilhelmsen.

**Figur 7. Gjennomsnittlig markedsverdi for rederier notert hele perioden og rederiene samlet, 1994-2007**



Oslo Børs samlet var preget av at et fåtall store selskaper som stod for en stor andel av den totale markedsverdien (Døskeland og Mjøs 2008). Dette preget også utvalget av børsnoterte rederier. Figur 8 viser de ti største rederienes andel av total markedsverdi for de børsnoterte rederiene. Fra starten av 1994 til slutten av 2007 sank de 10 største rederienes andel fra 79 prosent til 67 prosent. I tredje kvartal 2003 var de store rederiene mest dominerende med en andel på 90 prosent av den totale markedsverdien. Dette sammenfaller med at det i denne perioden kun var 19 rederi notert på Oslo Børs.

**Figur 8. 10 største rederienes andel av total markedsverdi for rederiernæringen på Oslo Børs, 1994-2007**



Ettersom utviklingen i figur 8 er påvirket av noteringer og avnoteringer kan størrelsesforholdet mellom rederiene bedre vises i en desilfordeling. De 6 største rederiene er i desil 5, de 6 neste rederiene er i desil 4 osv. Tabell 4 viser at markedsverdien økte for alle desilene, både i samlet markedsverdi og gjennomsnittlig markedsverdi, fra starten av 1994 til utgangen av 2007. De minste rederiene hadde en større andel av total markedsverdi ved utgangen 2007 enn de hadde i starten av 1994, samtidig hadde de 6 største rederiene en mindre andel ved utgangen 2007 enn de hadde i starten av 1994. Økningen var størst for de aller minste rederiene, noe som sammenfaller med Oslo Børs som helhet.<sup>29</sup> Nedgangen i de største rederienes andel er ulikt Oslo Børs som helhet, dette kan skyldes at antallet selskaper innefor hvert desil for rederiene er lavere enn Oslo Børs som helhet, men også at størrelsesfordelingen er jevnere blant rederiene enn for Oslo Børs samlet.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Se Døskeland og Mjøs (2008) for desilfordeling av hele Oslo Børs.

<sup>30</sup> Oslo Børs samlet var i hovedsak preget av ett veldig stort selskap; StatoilHydro.



Tabell 4. Desilfordeling av rederiene på Oslo Børs, 1994-2007

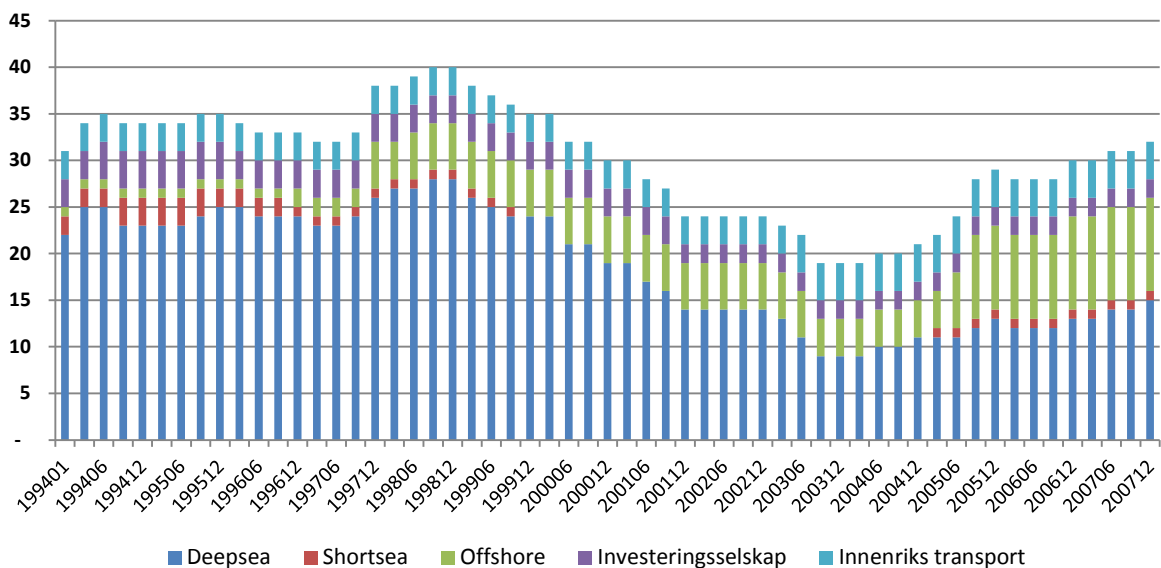
Desil	Antall selskaper	jan.94			Antall selskaper	des.07		
		Markedsverdi (NOK)				Markedsverdi (NOK)		
		Samlet	Andel	Gj.snitt		Samlet	Andel	Gj.snitt
<b>1</b>	7	348 837 624	1.0 %	49 833 946	7	3 773 986 656	2.9 %	539 140 951
<b>2</b>	6	1 334 300 000	4.0 %	222 383 333	7	10 116 000 000	7.9 %	1 445 142 857
<b>3</b>	6	2 948 200 000	8.8 %	491 366 667	6	17 818 000 000	13.9 %	2 969 666 667
<b>4</b>	6	7 958 200 000	23.7 %	1 326 366 667	6	33 910 000 000	26.4 %	5 651 666 667
<b>5</b>	6	21 009 000 000	62.5 %	3 501 500 000	6	62 820 000 000	48.9 %	10 470 000 000
<b>Sum</b>	<b>31</b>	<b>33 598 537 624</b>	<b>100 %</b>	<b>1 083 823 794</b>	<b>32</b>	<b>128 437 986 656</b>	<b>100 %</b>	<b>4 013 687 083</b>

Gjennomgangen i denne delen viser at perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007 var preget av at markedsverdien til rederiene notert på Oslo Børs økte kraftig. Denne økningen kom først mot slutten av perioden og sammenfalt med en sterk økning i oljeprisen. Økningen i gjennomsnittlig markedsverdi fulgte samme utvikling som samlet markedsverdi, noe som tilsier at økningen i markedsverdi ikke skyldtes endringer i antall rederier som var notert.

### 5.2.2 Utviklingen i segmentsammensetningen

Fra starten av 1994 til utgangen av 2007 var det en dreining fra en overvekt av tradisjonell deepsea-skipsfart til at offshore-relatert skipsfart får en større posisjon mot slutten av perioden. Figur 9 viser en kvartalsvis sammensetning av rederiene som var notert på Oslo Børs i denne perioden. Ved starten av 1994 var det 22 deepsea-rederier notert, mens det bare var 2 short sea, 1 offshore, 3 investeringsselskap og 3 innenrikstransport-rederier. Ved slutten av 2007 var det 15 deepsea-rederier, mens det var 10 offshore-rederier notert på Oslo Børs, det var da bare 1 short sea-rederi og 2 investeringsselskap, mens det var 4 rederi som drev med innenriks transport. Offshore-rederiene ble etter hvert en stadig større del av de børsnoterte rederiene. Fra første kvartal 2005 til slutten av 2007 økte antall offshore-rederier fra 4 til 10. I toppåret for deepsea-rederiene, 1997, var det notert 27 deepsea-rederier på Oslo Børs, i løpet av bare ti år falt dette antallet til 15.

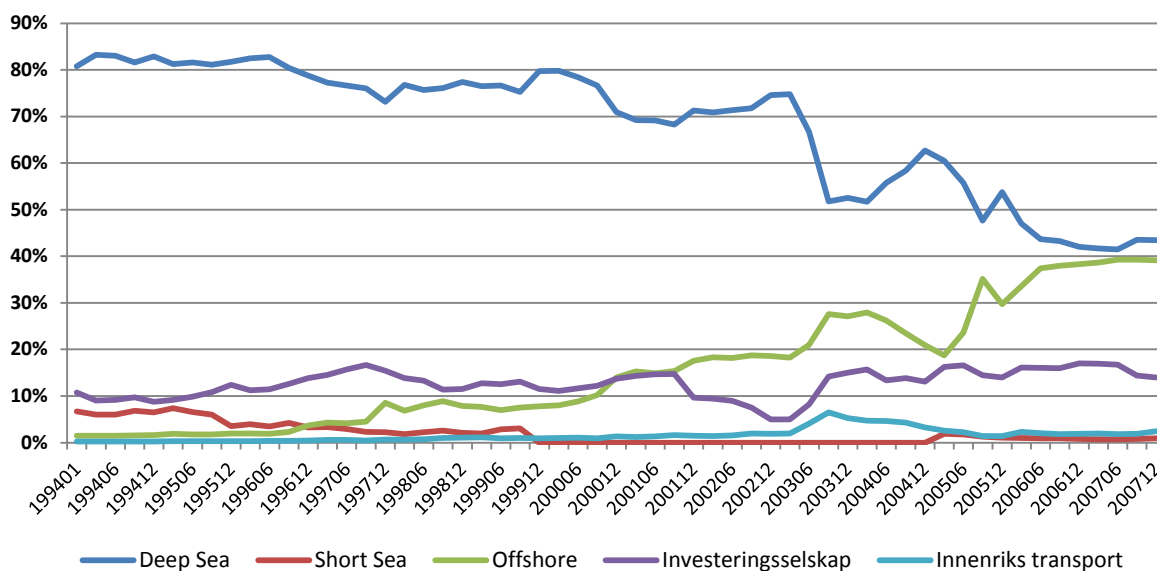
Figur 9. Antall rederier fordelt på segment, 1994-2007, kvartalsvis



Figur 10 viser en oversikt over hvor stor andel av den totale markedsverdien for alle rederiene hvert segment stod for over perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Ved starten av 1994 representerte deepsea-rederiene 80,76 prosent av den totale markedsverdien til de børsnoterte rederiene, short sea 6,73 prosent, investeringsselskapene 10,79 prosent, innenrikstransport 0,22 prosent mens offshore-rederiene bare stod for 1,49 prosent av den totale markedsverdien. Ved periodens slutt i 2007 hadde deepsea-rederienes andel sunket til 43,49 prosent mens offshore-rederienes andel hadde økt til 39,15 prosent av

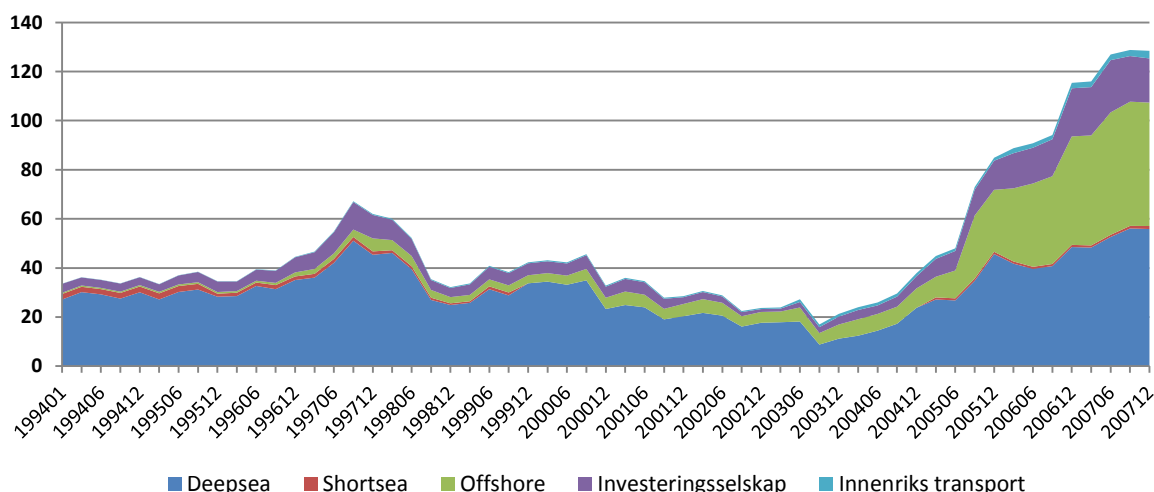
den totale markedsverdien. Short sea stod for 0,95 prosent, investeringsselskapene 14,0 prosent, mens innenriks transport stod for 2,42 prosent. Deepsea-segmentet var fortsatt det største segmentet målt i antall og markedsverdi ved utgangen av 2007, men de hadde ikke lenger en like dominerende posisjon som ved starten av 1994. Mye av dreiningen skjedde fra første kvartal 2003 til utgangen av 2007 hvor deepsea-segmentet falt fra en andel på 74,81 prosent til 43,49 prosent av markedsverdien til rederiene samlet. Offshore-segmentet økte sin andel på 18,27 prosent i første kvartal 2003 til en andel på 39,15 prosent ved utgangen av 2007.

Figur 10. De ulike segmentenes andel av total markedsverdi for rederinæringen på Oslo Børs, 1994-2007



Figur 11 viser markedsverdien av hvert segment over perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Deepsea-segmentet økte sin markedsverdi fra 27,1 milliarder kroner ved starten av 1994 til i overkant av 55,8 milliarder kroner ved utgangen av 2007. Dette tilsvarer en årlig økning på i underkant av 6 prosent. I samme periode økte offshore-segmentets markedsverdi fra 500 millioner til i overkant av 50,2 milliarder, dette tilsvarer en årlig økning på over 43 prosent. Økningen kom som tidligere nevnt markant i perioden fra tredje kvartal 2003 til utgangen av 2007. Deepsea-segmentet økte fra 11,1 milliarder til 55,8 milliarder fra 2004 til utgangen av 2007, mens offshore-segmentet økte fra 5,7 milliarder til 50,2 milliarder. Veksten i markedsverdien til deepsea-segmentet var cirka 71 prosent årlig fra 2004 til 2007, mens den årlige veksten i offshore-segmentet var cirka 106 prosent over samme periode.

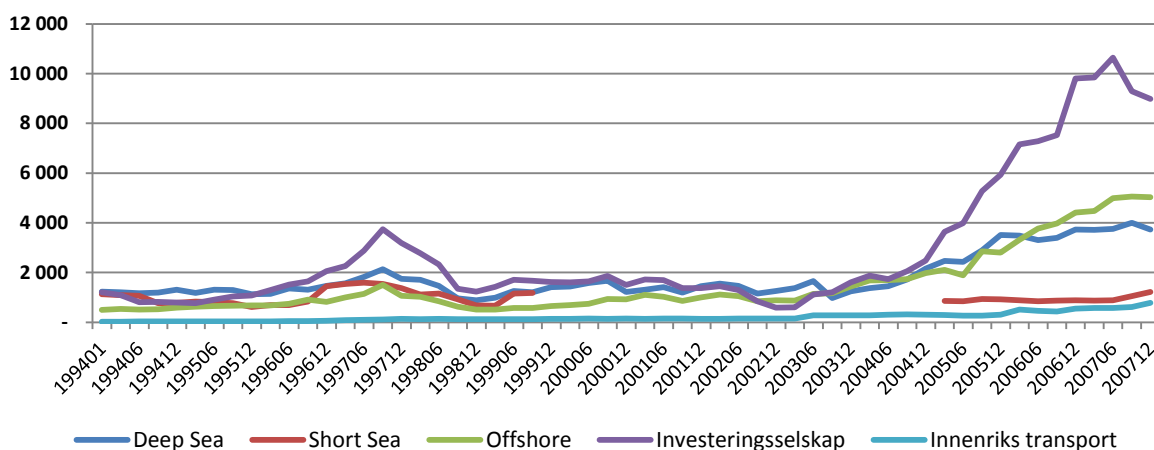
Figur 11. Segmentfordelt markedsverdiutvikling, 1994-2007, (milliarder)



Figur 12 viser utviklingen til gjennomsnittlig markedsverdi innenfor hvert segment over perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Ved starten av perioden var gjennomsnittlig markedsverdi per rederi innenfor hvert segment som følger: deepsea 1,2 milliarder, short sea 1,1 milliarder, offshore 500 millioner, investeringsselskapene 1,2 milliarder og innenriks transport 25 millioner.

Over perioden er det en kraftig økning i gjennomsnittlig markedsverdi innenfor segmentene deepsea, offshore og investeringsselskaper. Investeringselskapene bestod ved utgangen av 2007 bare av Bonheur og Ganger Rolf, og er nødvendigvis ikke et godt bilde for utviklingen i dette segmentet. Gjennomsnittlig markedsverdi i deepsea- og offshore-segmentet økte til henholdsvis 3,7 og 5 milliarder kroner. På dette tidspunktet var det gjennomsnittlige offshore-rederi større enn det gjennomsnittlige deepsea-rederi.

Figur 12. Segmentfordelt gjennomsnittlig markedsverdi, 1994-2007, (millioner)



Gjennomgangen i denne delen viser at deepsea-segmentet lenge var det klart største segmentet blant rederiene på Oslo Børs, men at offshore-segmentet etter hvert vokste seg større og gikk fra å være en ubetydelighet ved periodens start i 1994 til å bli det nest største segmentet, og tilnærmet like stort som deepsea-segmentet i ved periodens slutt i 2007. Denne dreiningen fra deepsea til offshore har ikke bare skjedd blant de børsnoterte rederiene, men også i norsk skipsfart som helhet (Menon Business Economics 2011). Denne dreiningen bør ses i sammenheng med den sterkt økende oljeprisen, og økning i aktiviteten hos oljeselskapene i denne perioden.

### 5.3.3 Eierstruktur

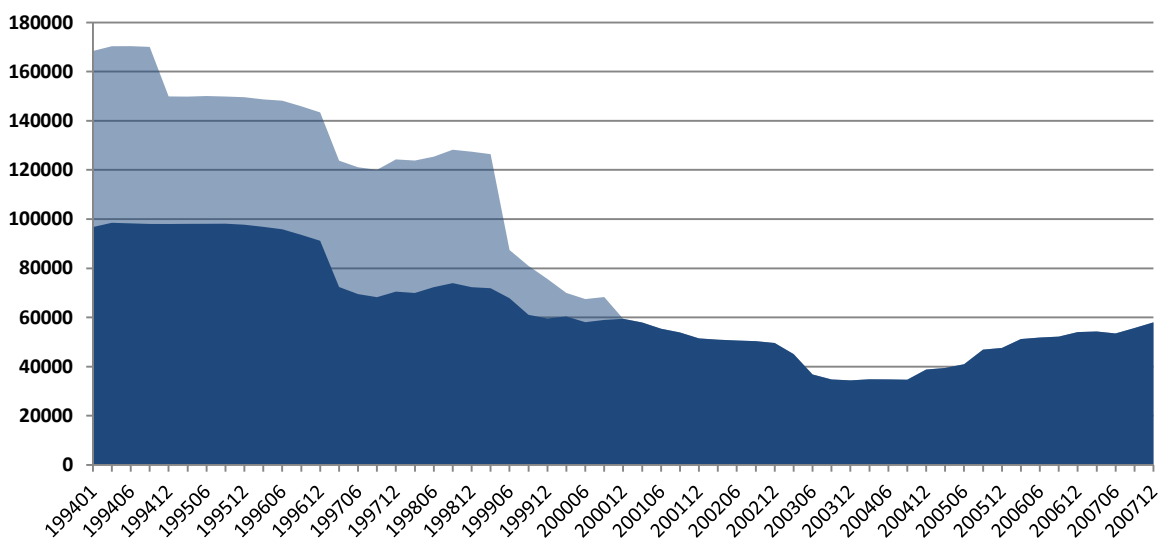
Rederi har tradisjonelt vært styrt av en stor eier, rederen. Rederen har ofte hatt en kontrollerende andel av aksjene, samtidig som han har vært sterkt delaktig i den daglige driften. Dette har gjort at det ofte har vært et begrenset antall fritt tilgjengelige aksjer i markedet, og dermed ofte lavere likviditet i shippingaksjer. Forskning viser at eierkonsentrasjonen er en viktig forklaringsvariabel for utenlandsk eierskap, og man kan derfor forvente at utenlandsk eierandel er lavere i selskaper med høy eierkonsentrasjon. Døskeland og Mjøs (2008) finner at for Oslo Børs samlet har største eier hatt en verdivektet andel som har økt fra 27,2 til 30,3 prosent fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Wong og Fan (2002) sine tall fra 1996, viser at største eier i gjennomsnitt hadde 30,44 prosent i østasiatiske land. Det er naturlig å tro at denne andelen ligger langt høyere for børsnoterte rederier.

Figur 13 viser en oversikt over det totale antallet aksjonærer i de børsnoterte rederiene over perioden fra 1994 til 2007.<sup>31</sup> Ved starten av 1994 var det totalt like i underkant av 170 000 aksjonærer fordelt på de 31 børsnoterte rederiene. Ved slutten av 2007 var dette antallet redusert til 57 998 aksjonærer fordelt på de 32 noterte rederiene. Dette må ses på som en markant nedgang i antall aksjonærer over en kort periode.

---

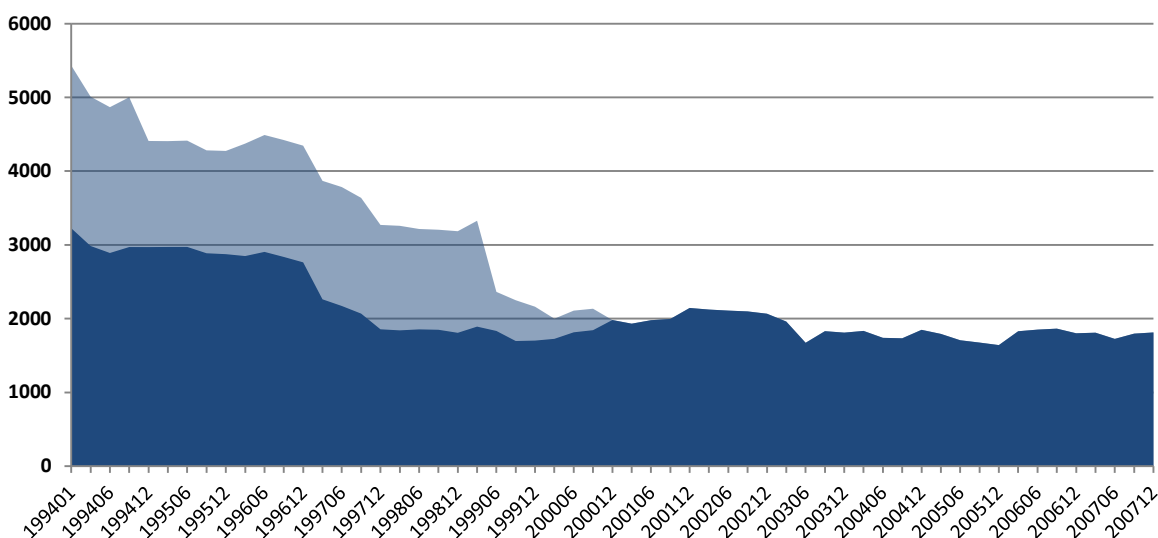
<sup>31</sup> Det skraverte området er NCL Holding sin beholdning. Rederiet hadde en veldig diversifisert aksjonærstruktur sammenlignet med de andre rederiene, derfor ødelegger det bilde av helhetsutviklingen ettersom selskapet blir tatt av børs og skiller seg såpass kraftig ut fra det resterende utvalget. Alle figurene som omhandler aksjonærstruktur vil ha et skravert område som representerer NCL Holding sin andel.

Figur 13. Antall aksjonærer i rederiene notert på Oslo Børs, 1994-2007



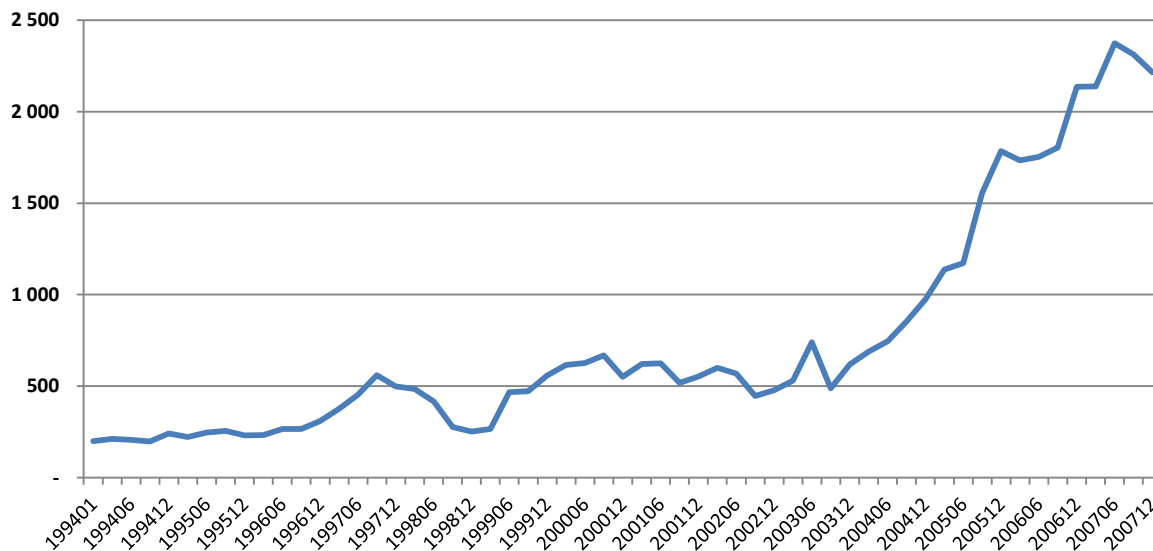
Figur 14 viser en oversikt over hvor mange aksjonærer det var i gjennomsnitt for hvert rederi. Ved begynnelsen av 1994 var det i gjennomsnitt 5432 aksjonærer, mens det ved periodens slutt i 2007 i gjennomsnitt var 1812 aksjonærer. Dette er trolig et tegn på at eierkonsentrasjonen har blitt høyere over perioden. Resultatene til Bøhren og Ødegaard (2000) viser at det for Oslo Børs samlet var en nedgang fra 4855 til 3550 i gjennomsnittlig antall aksjonærer per selskap fra starten av 1994 til utgangen av 1997. Dermed var nedgangen i antall aksjonærer i rederiene i samsvar med Oslo Børs samlet, men samtidig er det færre aksjonærer i hvert rederi enn for andre selskap på Oslo Børs. Dette kan være et tegn på at eierkonsentrasjonen er høyere blant rederiene enn for Oslo Børs samlet.

Figur 14. Gjennomsnittlig antall aksjonærer pr. rederi, 1994-2007



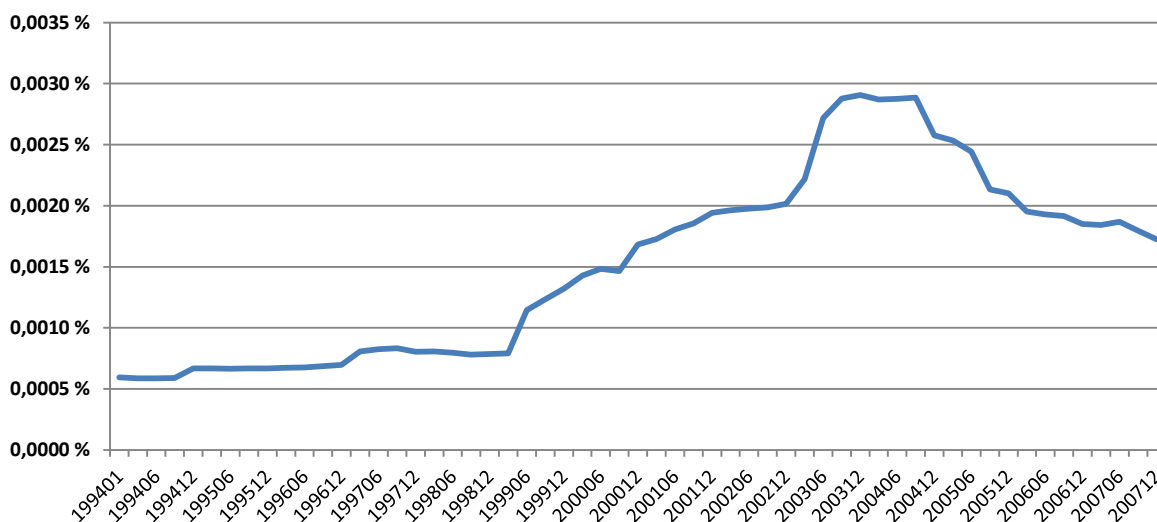
Figur 15 viser gjennomsnittlig markedsverdi hver aksjonær holder over perioden. Fra starten av 1994 til utgangen av 2007 økte den gjennomsnittlige verdi av hver aksjonærs andel fra i underkant av 0,2 millioner til 2,2 millioner.

Figur 15. Gjennomsnittlig markedsverdi av beholdningen pr. aksjonær, 1994-2007, (tusen)



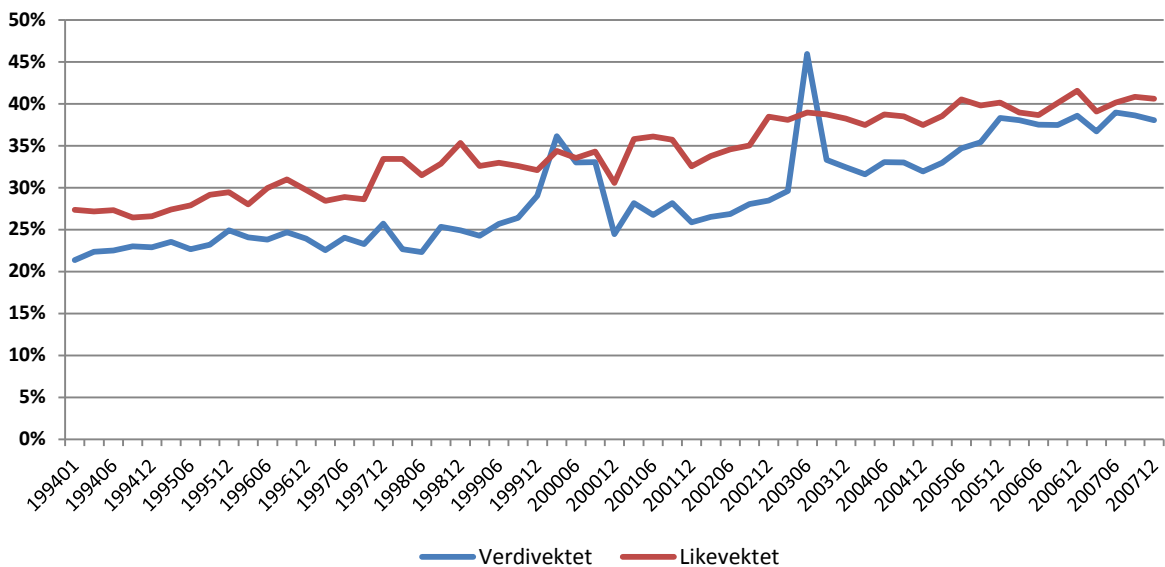
Dette er et noe forskjøvet bilde som følge av den store økningen som var i markedsverdien til de børsnoterte rederiene over perioden. Dermed er det hensiktsmessig også å se på hvor stor andel av den totale porteføljen hver enkelt aksjonær holdt. Figur 16 viser en oversikt over hvor stor gjennomsnittlig andel av den totale markedsverdien hver investor holdt. Andelen økte fra årsskiftet 98/99 frem til slutten av 2004, deretter var det en nedgang frem til slutten av perioden.

Figur 16. Gjennomsnittlig andel av total markedsverdi pr. aksjonær, 1994-2007



Figur 17 viser største aksjonærs andel i perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007, verdivektet og likevektet.<sup>32</sup> Ved periodens start i 1994 eide de største aksjonærene i de 31 børsnoterte rederiene i gjennomsnitt 21 prosent. Ved periodens slutt i 2007 eide de største aksjonærene i de da 32 børsnoterte rederiene i snitt 38 prosent av rederiene. Veksten i største aksjonærs andel av rederiene var relativt jevn over perioden og var ikke påvirket av de store endringene mot slutten av perioden, avbrutt av noen forstyrrelser før århundre skiftet og i andre kvartal 2003. Det likevektede gjennomsnittet lå hele perioden, med unntak av to tidspunkt, over det verdivektede gjennomsnittet. Dette tilsier at største aksjonær har en høyere andel i mindre rederi enn i større rederi.

Figur 17. Største eiers andel, 1994-2007

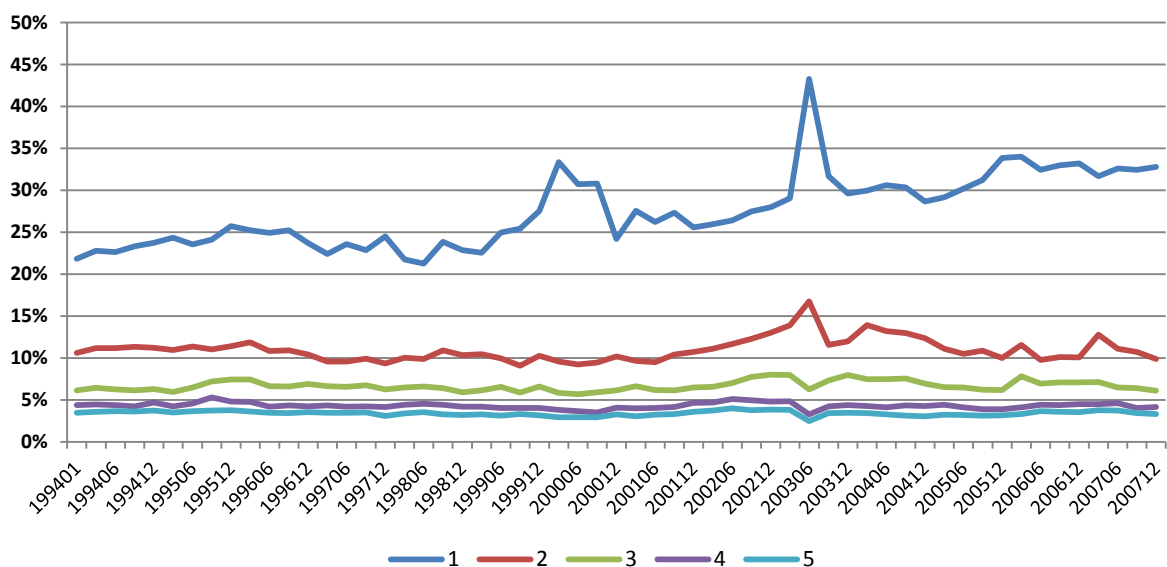


Figur 18 viser en total oversikt over hvor stor verdivektet andel de fem største eierne holdt i hvert rederi fra starten av 1994 til utgangen av 2007. De to til fem største eierne holdt en ganske jevn andel over hele perioden, mens største aksjonær økte sin andel. Dette kan være et tegn på at største aksjonær økte sin andel på bekostning av mindre aksjonærer. Det er også store variasjoner i største aksjonærs andel, spesielt rundt årtausenskiftet og i andre kvartal 2003. Dette skyldtes trolig enkelthendelser som omfattet største aksjonær.

<sup>32</sup> Den totale beholdningen største aksjonær har i hvert selskap blir slått sammen og delt på total markedsverdi for de børsnoterte rederiene.



Figur 18. De 5 største eiernes andel, 1994-2007



Denne delen har gitt en oversikt over eierstrukturen i de børsnoterte rederiene i denne perioden. Eierkonsentrasjonen har i rederiene notert på Oslo Børs økt over perioden. Dette er i tråd med tall for Oslo Børs som helhet, både i Døskeland og Mjøs (2008) og Bøhren og Ødegaard (2000), hvor eierkonsentrasjonen for Oslo Børs også øker.

## 6. Eierstruktur

Dette kapitlet har som hensikt å svare på problemstillingen om hvordan utviklingen i utenlandsk eierandel var i rederiene notert på Oslo børs i perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007, og om dette sammenfaller med utviklingen i alle selskapene på Oslo Børs. Dette kapitlet danner dermed også det videre grunnlaget for å kunne svare på problemstilling to til seks.

### 6.1 Eierstruktur Oslo Børs

Døskeland og Mjøs (2008) viser at utenlandske eiere var den største eiergruppen ved utgangen av 2007 etter en jevn vekst gjennom hele perioden fra starten av 1994. Bøhren og Ødegaard (2000) sin studie strekker seg bare til utgangen av 1997, men også da var utenlandske investorer den største eiergruppen på Oslo Børs, etterfulgt av ikke finansielle foretak.

### 6.2 Eierstruktur i børsnoterte rederier

Tabell 5 viser aksjonærfordeling ved starten av 1994 og utgangen av 2007. Utenlandske aksjonærer, både kjente og gjennom forvalterkonto, økte sin andel betraktelig over perioden, mens private husholdninger og livsforsikringselskap reduserte sin posisjon.

Tabell 5. Aksjonærfordeling i rederiene notert på Oslo Børs, 1994/2007<sup>33</sup>

Direkte utenlandske	Nomineekonti	Aksjeselskaper mv.	Private investeringsselskaper	Folketrygdefondet
16 %	8 %	34 %	3 %	2 %
24 %	18 %	37 %	1 %	1 %
Private husholdninger	Forretningsbanker	Personlig næringsdrivende	Liv/pensjon	Fin.hjelpefo.
16 %	0 %	0 %	7 %	0 %
5 %	1 %	0 %	0 %	0 %
Fond-Andre bransjer	Fond-Andre	Fond-EUROPEISKE	FOND-FINANS	FOND-GLOBAL
0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
1 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Fond-kombo	Fond-kombo n	Fond-livsyk.	Fond-norge aktive	Fond-nor index
0 %	0 %	0 %	0 %	0 %
0 %	0 %	0 %	4 %	1 %
Fond-nor medium	Fond-nor øvrige	Fond-nordisk	Fond-nor/int	Fond-obl
1 %	2 %	1 %	0 %	0 %
2 %	0 %	1 %	0 %	0 %
Fond-pengm	Andre			
0 %	8 %		Stor nedgang	
0 %	3 %		Stor oppgang	

<sup>33</sup> Aksjonærtypen "Andre" inkluderer ulike småkategorier, som forskjellige typer fond. Øverste tall representerer jan.1994, nederste representerer des. 2007.

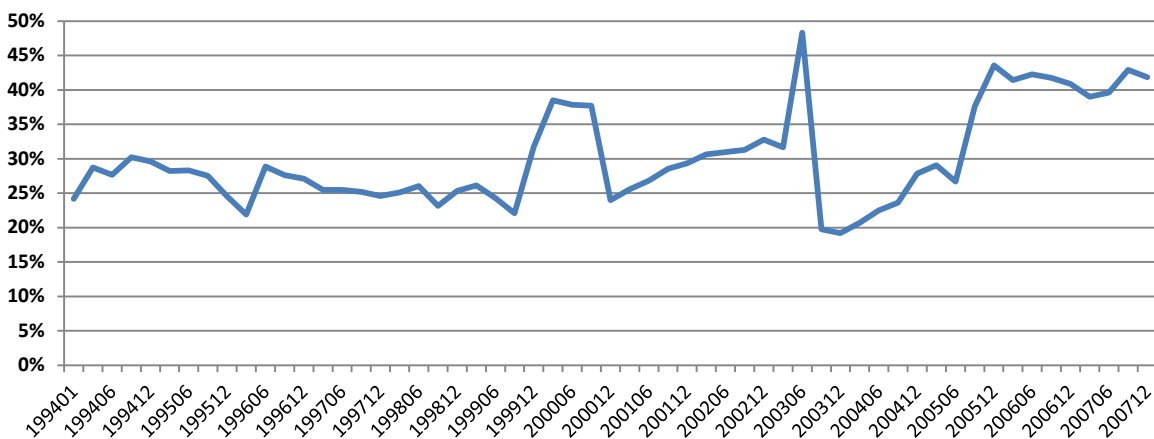
Tabell 5 viser at utenlandske aksjonærer totalt sett har økt sin andel i de børsnoterte rederiene med 18 prosent over analyseperioden. Ved periodens start var totalt utenlandsk eierskap i de børsnoterte rederiene på 24,20 prosent mens andelen økte til 41,83 prosent ved periodens slutt. Dette gjør at utenlandske aksjonærer ved utgangen av 2007 er den største aksjonærgruppen i rederiene notert på Oslo Børs.

Ved første øyekast kan det dermed se ut som om man har klart målet om å tiltrekke seg utenlandsk kapital, men er det så enkelt? Da ønsket om økt utenlandsk kapital kom opp etter at KS-markedet tørket ut, kom det flere bekymringer rundt en økt utenlandsk eierandel. Noen fryktet at norske tradisjonsrike rederier skulle bli kjøpt opp av utenlandske investorer og flyttet ut av landet, andre fryktet at norske investorer ville finansiere utenlandske selskap på Oslo Børs fremfor det motsatte, mens mange fryktet at norske investorer nå ville flytte sitt eierskap til utlandet, slik at de kunne oppnå det samme skattefritaket for investeringer i norske rederi som de utenlandske aksjonærene dro nytte av. Dette er alle elementer som jeg tar videre opp i kapittel 7, mens dette kapitlet i første omgang presenterer ujusterte tall for utenlandsk eierandel.

### 6.2.1 Utenlandsk eierandel

Veksten i utenlandsk eierandel var i perioden ikke jevnt stigende men inneholdt flere elementer som er interessant for videre analyse. Figur 19 viser utviklingen i samlet utenlandsk eierandel over perioden. Utviklingen bar preg av at det er perioder med sterk økning (1999-2000, 2000-2002, 2004-2007) og perioder med nedgang (2000,2003).

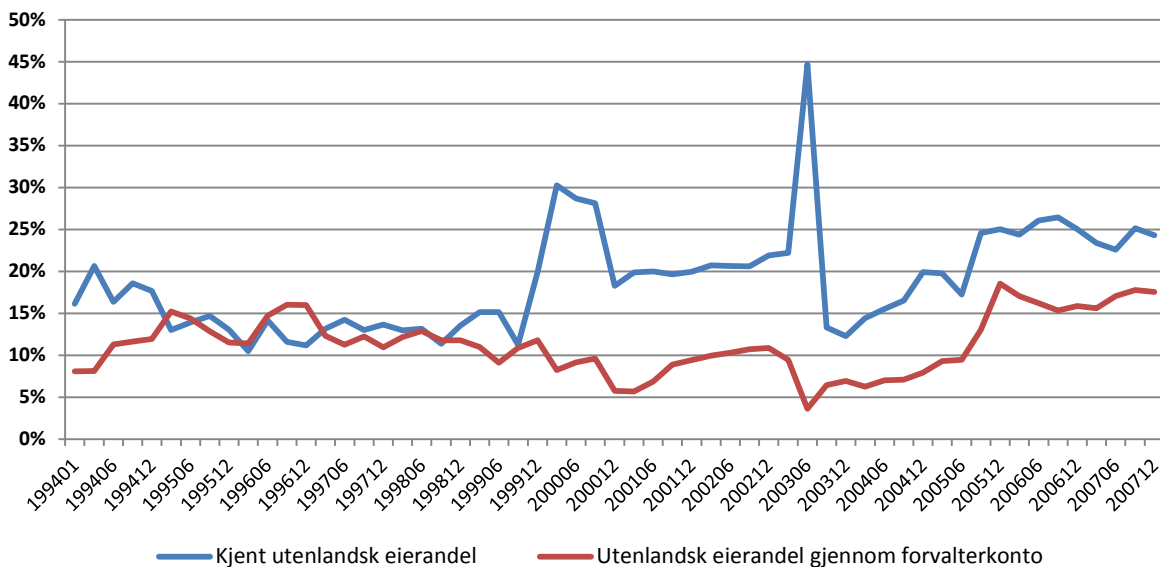
Figur 19. Utenlandsk eierandel i rederier på Oslo Børs, 1994-2007<sup>34</sup>



<sup>34</sup> Utenlandsk eierandel er verdivektet i henhold til markedsverdi, dette er gjennomgående for utredningen der ikke annet er nevnt.

Utviklingen for samlet utenlandsk eierandel gir det overordnede ujusterte bildet av hvordan utviklingen har vært over perioden, men for videre analyse er det hensiktsmessig å se på de to aksjonærgruppene som ligger under utenlandsk eierandel hver for seg. Figur 20 viser kjent utenlandsk eierandel og eierandel gjennom forvalterkonto fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Figur 20 viser at det var vekst for begge aksjonærtypene. Kjent utenlandsk eierandel økte fra 16,12 prosent til 24,30 prosent, mens utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto økte fra 8,08 prosent til 17,54 prosent.

**Figur 20. Kjent utenlandsk eierandel og utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 1994-2007**



Fordelingen mellom disse to aksjonærgruppene skiller seg fra Oslo Børs som helhet, der kjent utenlandsk eierandel falt fra 19.8 prosent til 17 prosent, mens utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto økte fra 7.6 prosent til 26.7 prosent over perioden (Døskeland og Mjøs 2008). Kjent utenlandsk eierandel var altså høyere i rederiene notert på Oslo Børs enn for Oslo Børs samlet, mens andelen eid av utlendinger gjennom forvalterkonto var lavere.

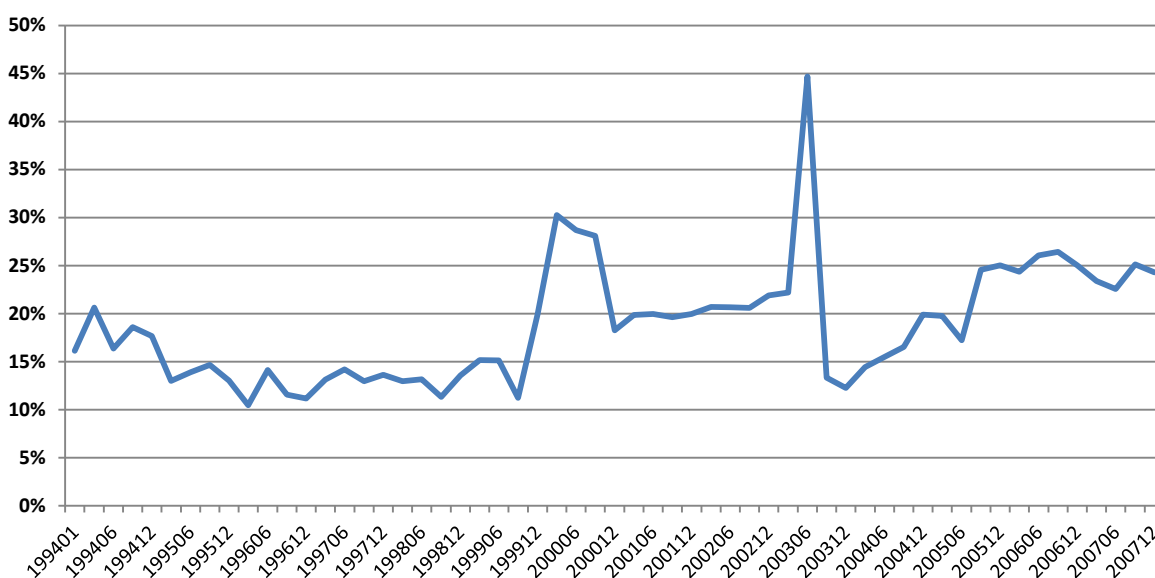
Figur 20 viser at det var perioder hvor kjent utenlandsk eierandel varierte kraftig. Sammenligner man dette med utviklingen i største eiers andel fra figur 18 kan det tyde på at forklaringen ligger i hendelser som omhandler største eier. Videre var det en sterk økning i kjent utenlandsk andel mot slutten av perioden. Setter man denne utviklingen i sammenheng med at Kristian Siem og John Fredriksen ble stadig viktigere navn innenfor norsk skipsfart i denne perioden, er det trolig at denne økningen skyldtes en økningen av eierandelen til "nordmenn" som hadde sitt eierskap i utlandet. Samtidig som kjent

utenlandsk eierskap var høyere for de børsnoterte rederiene enn Oslo Børs samlet, var andelen eid gjennom forvalterkonto lavere. Utviklingen til utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto innholdt heller ikke de samme svingningene som kjent utenlandsk eierandel og det er trolig at denne utviklingen kan forklares av hjemmefavorisering og implisitte barrierer.

### 6.2.1.1 Kjent utenlandsk eierskap

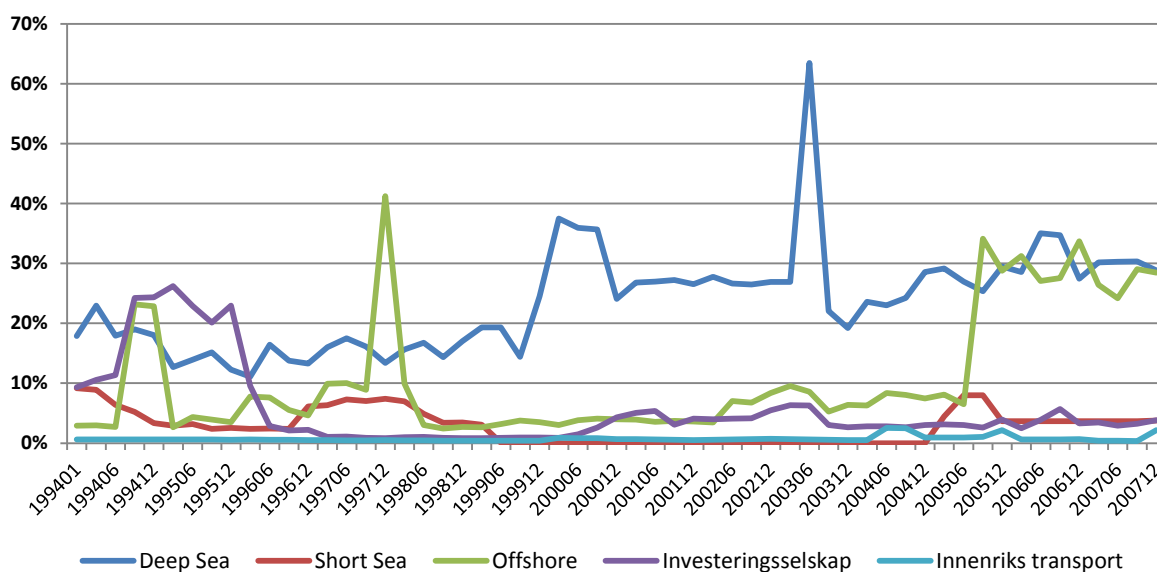
Figur 21 isolerer utviklingen til kjent utenlandsk eierandel fra starten av 1994 til slutten av 2007. Det var først en økning fra første til andre kvartal i 1994 før det var en nedgang frem til 1996, hvorpå kjent utenlandsk eierandel stabiliserte seg mellom 10 og 15 prosent frem til fjerde kvartal 1999. Fra fjerde kvartal 1999 frem til tredje kvartal 2003 varierte kjent utenlandsk eierandel mellom 44,68 og 13,32 prosent. Denne perioden innholdt også store kvartalsvise endringer, noe som trolig har sin forklaring i enkelthendelser fra kvartal til kvartal. Kjent utenlandsk eierandel var i fjerde kvartal 2003 nede i 12,26 prosent, dette er like i overkant av det laveste nivået utenlandsk kjent eierandel var på i hele perioden fra starten av 1994 til slutten av 2007. Fra dette lave nivået i 2003 økte kjent utenlandsk eierandel til hele 24,30 prosent på bare fire år mellom fjerde kvartal 2003 og fjerde kvartal 2007.

Figur 21. Kjent utenlandsk eierandel, 1994-2007



I kapittel 5 viste jeg at segmentstrukturen blant rederiene på Oslo Børs har endret seg over perioden. Figur 22 viser kjent utenlandsk eierandel innenfor hvert av de fem segmentene. Det første som er verdt å merke seg her er at enkelthendelsene rundt 1999 til midten av 2003 ser ut til og utelukkende komme i deepsea-segmentet, dette er interessant i den videre analysen. Offshoresegmentet er det segmentet som har opplevd høyest vekst i kjent utenlandsk eierandel, fra 2,91 prosent ved starten av 1994 til 28,45 prosent ved utgangen av 2007. Innenfor deepsea-segmentet økte andelen kjent utenlandsk eierskap fra 17,89 prosent ved starten av 1994 til 28,83 prosent ved utgangen av 2007. Både short seasegmentet og investeringsselskapene hadde en andel på like i overkant av 9 prosent ved starten av 1994 som sank til like under 4 prosent for begge segmentene ved utgangen av 2007. Innenfor innenriks transport økte utenlandske kjente eiere sin andel fra 0,6 prosent til 2,17 prosent. Offshoresegmentet opplevde en kraftig økning mot slutten av perioden, i andre kvartal 2005 var kjent utenlandsk eierandel 6,48 prosent mens den økte til 28,45 prosent ved utgangen av 2007, dette må regnes som en kraftig økning i over en kort periode.

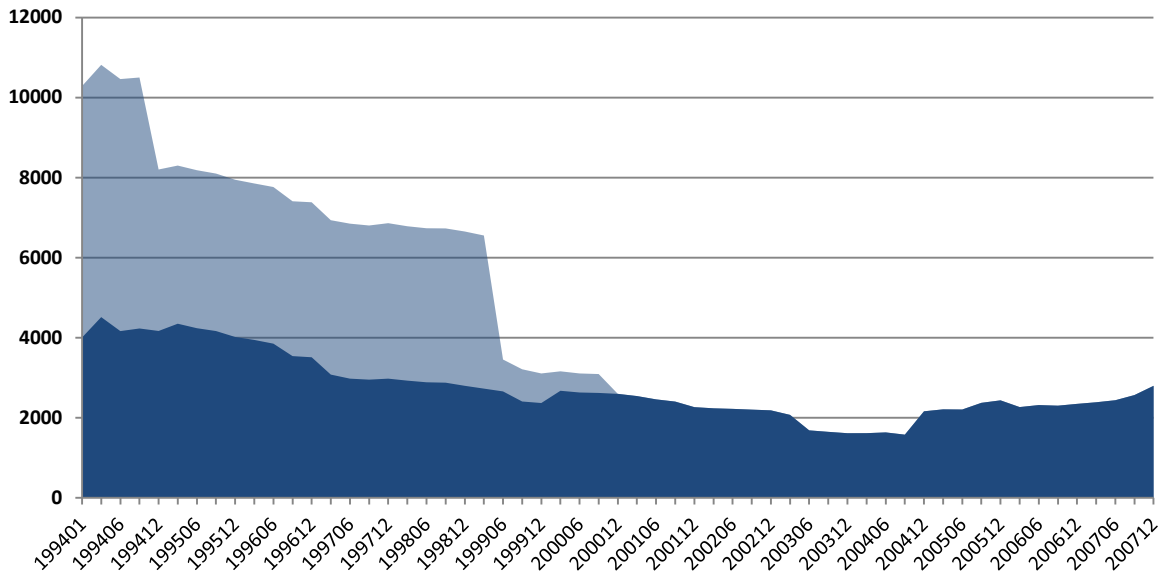
Figur 22. Segmentfordelt kjent utenlandsk eierandel, 1994-2007



Figur 23 viser en oversikt over det totale antallet kjente utenlandske aksjonærer i de børsnoterte rederiene fra starten av 1994 til utgangen av 2007. I denne perioden falt antallet kjente utenlandske investorer fra 10288 til 2799. Videre var det en dramatisk nedgang mellom første og andre kvartal 1999. Dette skyldes hovedsakelig at NCL ble tatt av børs i

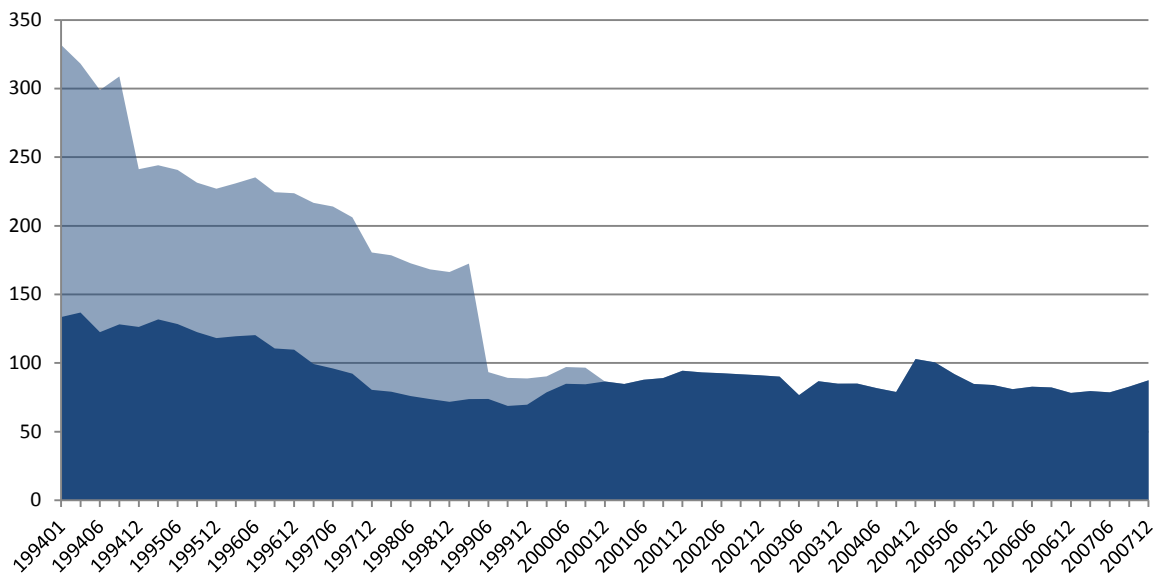
denne perioden. Antallet kjente utenlandske aksjonærer stabiliserer seg etter at NCL blir avnotert.

**Figur 23. Antall kjente utenlandske aksjonærer, 1994-2007**



Figur 24 viser gjennomsnittlig antall utenlandske kjente investorer per børsnoterte rederi. Etter at NCL ble avnotert er utviklingen i gjennomsnittlig antall utenlandske kjente aksjonærer per rederi jevn frem til periodens slutt, lik utviklingen i figur 23.

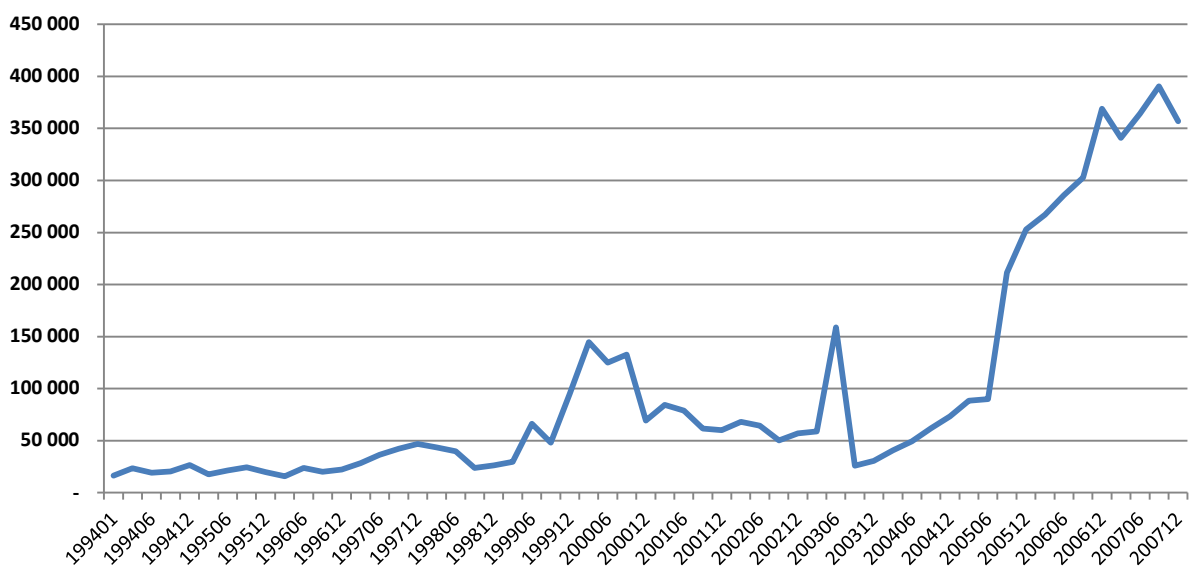
**Figur 24. Gjennomsnittlig antall kjente utenlandske aksjonærer, 1994-2007**



Utviklingen i figur 23 og 24, og det faktum at markedsverdien fra starten av 1994 til utgangen av 2007 har økt, indikerer at det gjennom denne perioden ble flere større

utenlandske kjente aksjonærer, og at hver aksjonær holdt en større andel, en utvikling som er liknende den som ble vist i figur 15. Figur 25 viser den gjennomsnittlige markedsverdien hver kjente utenlandske aksjonær holder i rederier notert på Oslo Børs i denne perioden. Den nevnte perioden mellom 1999 og 2003 skiller seg ut ved at hver kjente utenlandske aksjonær i denne perioden holder en større andel enn tidligere, før den så faller kraftig i andre kvartal 2003. Hver kjente utenlandske aksjonær holder i snitt en langt høyere andel i siste del av perioden, fra andre kvartal 2005 og frem til slutten av 2007.

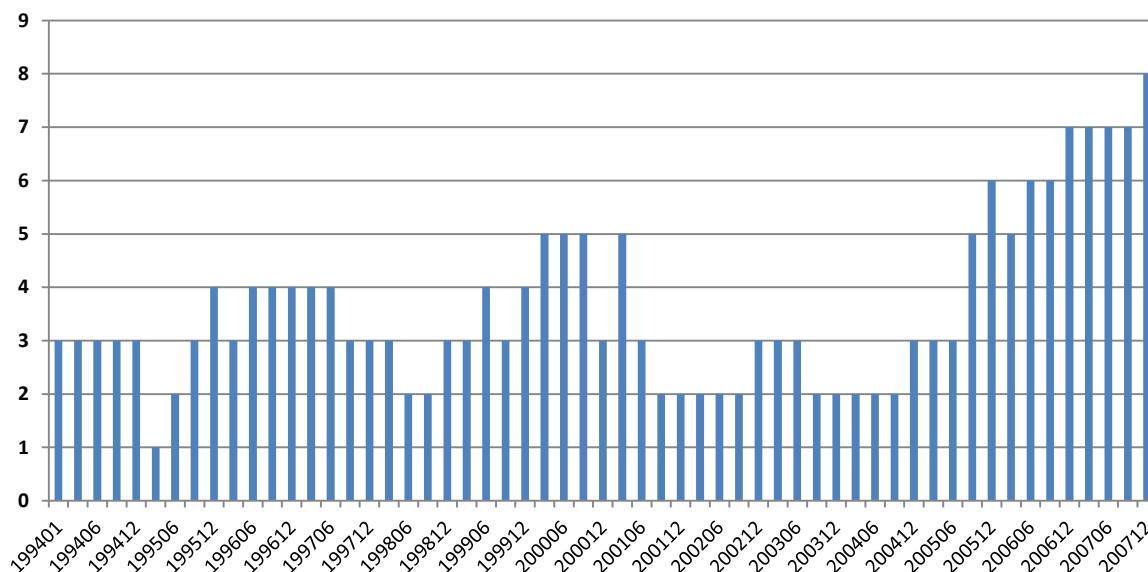
**Figur 25. Gjennomsnittlig markedsverdi av beholdningen til hver kjente utenlandske aksjonær, 1994-2007**



Figur 26 viser en kvartalsvis oversikt over hvor mange rederier som har en kjent utenlandsk aksjonær som største eier. Ved starten av 1994 var det 3 rederier hvor største eier var en kjent utenlandsk aksjonær, mens ved slutten av 2007 var det 8 rederier hvor største eier var kjent utenlandsk aksjonær. Dette tyder enten på at flere utenlandske redere valgte å notere sine rederier på Oslo Børs, at utenlandske kjente investorer over perioden kjøpte seg opp til største eier i flere rederier eller at største eier har vært norsk og flyttet sitt eierskap til utlandet.

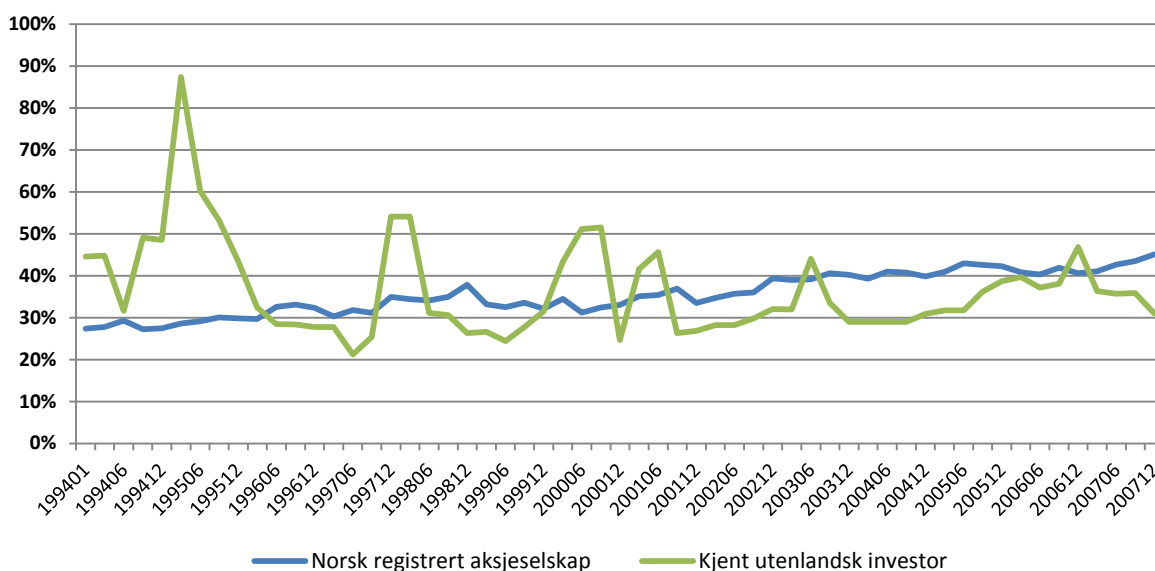


Figur 26. Antall rederi hvor største eier er kjent utenlandsk aksjonær, 1994-2007



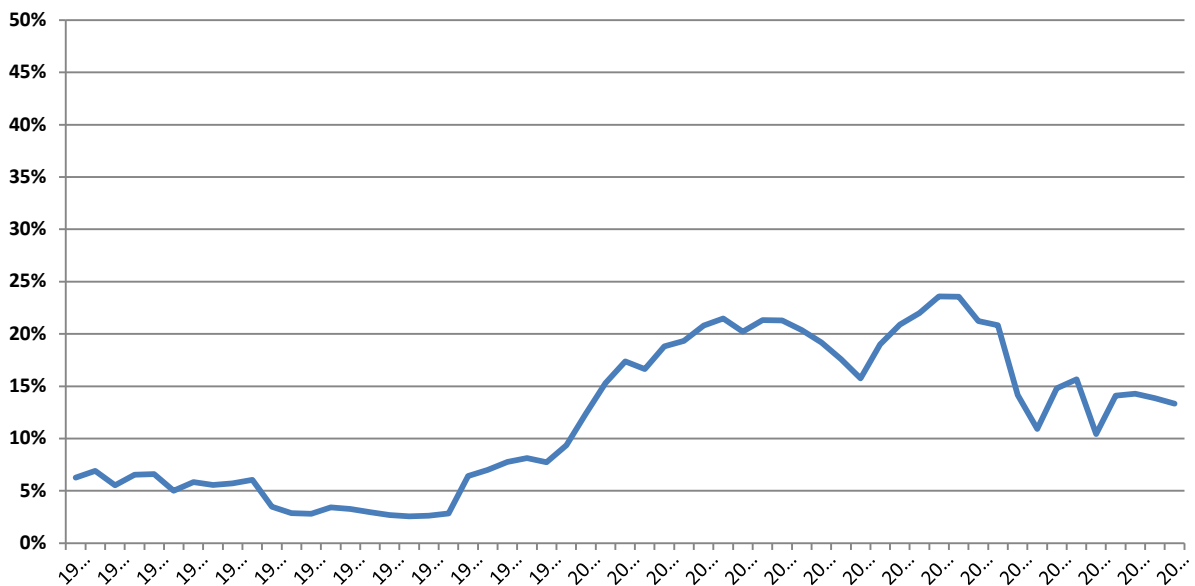
Figur 27 viser den likevektede gjennomsnittlige andelen største aksjonær holdt i hvert rederi. Svingningene i andelen kjente utenlandske aksjonærer holdt var langt større enn for norskregistrerte selskap. Grunnen til dette var trolig at det var enkelthendelser som hadde større innvirkning på største kjente utenlandske aksjonærs andel enn for største aksjonær gjennom norskregistrert selskap.

Figur 27. Gjennomsnittlig andel holdt av største eier, 1994-2007



Figur 28 viser kjent utenlandsk eierskap i de rederiene som var notert i hele perioden, disse 13 rederiene var ved starten av 1994 verdt i underkant av 8,7 milliarder og ved utgangen av 2007 hele 46,5 milliarder, noe som tilsvarer omtrent en tredjedel av markedsverdien til alle de børsnoterte rederiene. Fra starten av 1994 til utgangen av 2007 økte kjent utenlandsk eierskap i disse rederiene fra 6,26 prosent til 13,33 prosent. Andelen kjent utenlandsk eierskap var langt lavere enn for alle rederiene samlet ved starten av perioden, men utviklingen viser en sterk vekst fra slutten av 1997 til midten av 2005.

**Figur 28. Kjent utenlandsk eierandel, rederier notert hele perioden, 1994-2007**

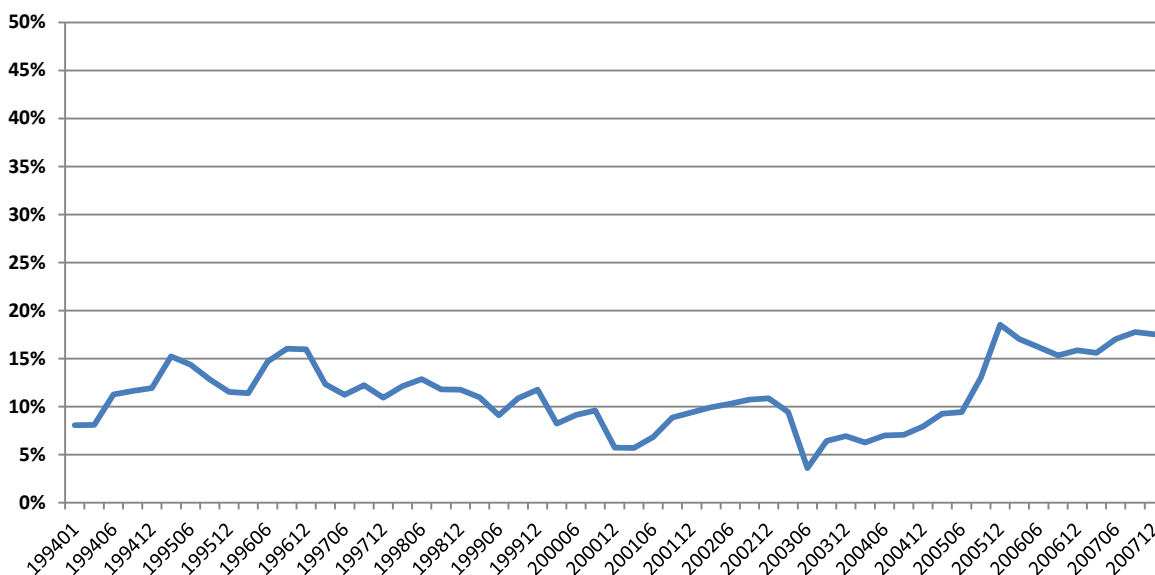


I denne delen har jeg gitt en oversikt over kjent utenlandsk eierskap i de børsnoterte rederiene i perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Det kan konkluderes med at det er spesielt to perioder som skiller seg ut mellom 1994 og 2007 med tanke på kjent utenlandsk eierskap, perioden fra fjerde kvartal 1999 til tredje kvartal 2003 og perioden fra fjerde kvartal 2003 til slutten av 2007. Disse to periodene vil i kapittel 7 bli nærmere analysert.

### 6.2.1.2 Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto

Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto representerer ofte utenlandske institusjonelle investorer, men det forekommer også at strategiske oppkjøpere handler aksjer i skjul gjennom forvalterkonto i forkant av et oppkjøp, samtidig er det trolig også noen nordmenn som investerer gjennom forvalterkonto for å skjule formue og redusere skattekostnad.<sup>35</sup> Men i all hovedsak er utenlandske investorer gjennom forvalterkonto utenlandske institusjonelle investorer. Disse investorene er ofte inne som investorer enten fordi selskapene er en del av den brede markedsindeksen som blant annet flere fond følger, eller fordi selskapet er et attraktivt investeringsobjekt. Institusjonelle investorer gjennom forvalterkonto har sjeldent som mål å aktivt styre selskapene de investerer i. Figur 29 viser utviklingen i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Andelen økte fra 8,08 prosent til 17,54 prosent over perioden. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i alle selskapene på Oslo Børs samlet, økte fra 7,6 prosent til 26,7 prosent. De børsnoterte rederiene har altså en lavere vekst i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto enn det Oslo Børs samlet har (Døskeland og Mjøs 2008).

Figur 29. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 1994-2007



Dette kan skyldes at institusjonelle investorer fortsatt ikke ser på shippingaksjer som attraktive investeringsobjekt. Ser man det derimot i sammenheng med den økende kjente

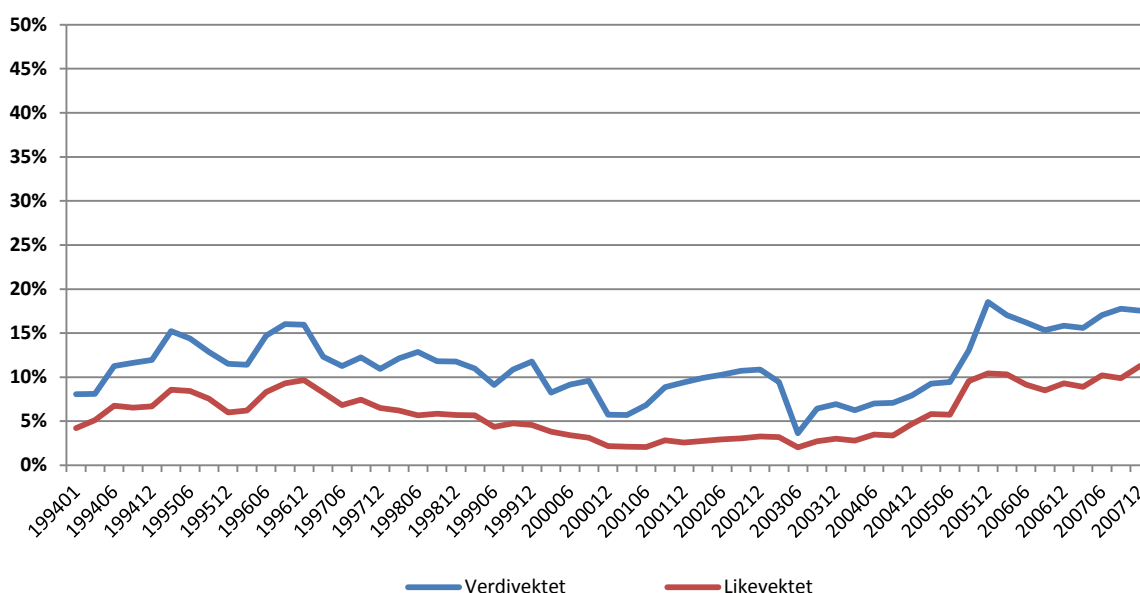
<sup>35</sup> Norske statsborger har etter loven ikke lov til å investere gjennom en forvalterkonto i utlandet.

utenlandske eierandelen kan det være et tegn på at utenlandske shippinginvestorer ønsker tettere kontroll med selskapet.

Utviklingen viser at trenden var sterkt økende i begynnelsen av perioden, noe som sammenfaller med opphevelsen av restriksjonene som lå på utenlandsk eierskap fra 1.1.1995, deretter var trenden fallende frem til midten av 2003. Fra midten av 2003 var veksten sterkt økende inn mot utgangen av 2007. Trenden viser at også eierskap gjennom forvalterkonto muligens var preget av enkelthendelser, men trolig ikke i like stor grad som for kjent utenlandsk eierandel. Den store økningen i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto mot slutten av perioden sammenfaller med en sterk økning i markedsverdien til de noterte rederiene.

Forskning har vist at størrelse målt i markedsverdi er en viktig forklaringsvariabel på utenlandsk institusjonelt eierskap. Figur 30 viser verdivektet utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto sammenlignet med et likevektet gjennomsnitt over perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Den verdivektede andel var gjennom hele perioden høyere enn den likevektede andelen. Dette er et tegn på at utenlandske investorer gjennom forvalterkonto foretrekker større rederier.

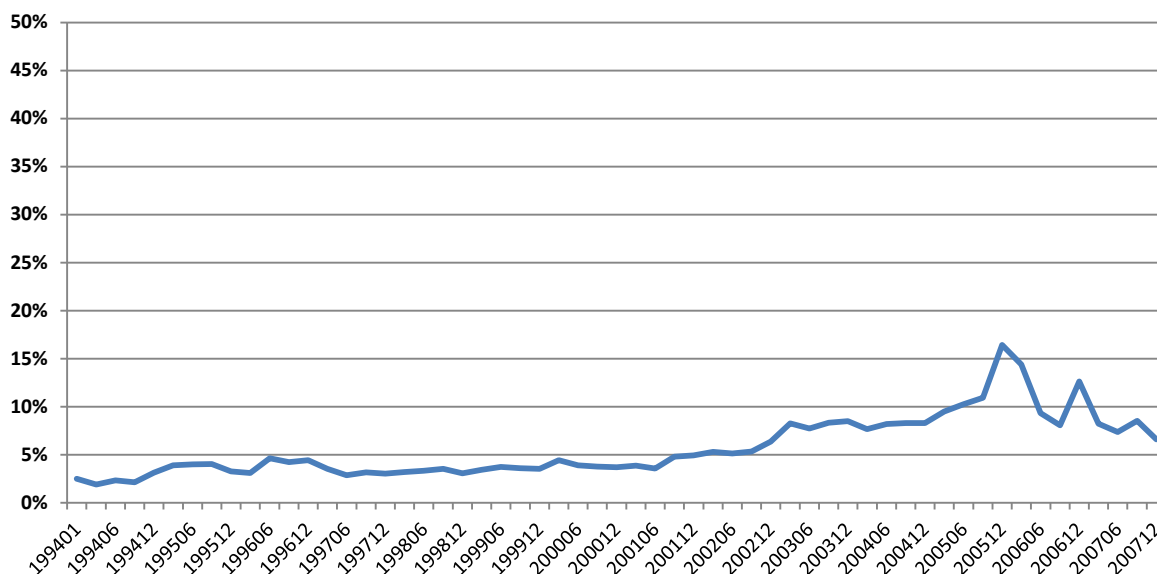
**Figur 30. Utenlandske eierandel gjennom forvalterkonto, verdivektet og likevektet, 1994-2007**





Rederiene som var notert hele perioden gir en god første indikasjon på om man har klart å tiltrekke seg utenlandsk institusjonell kapital til rederiene notert på Oslo Børs ettersom disse rederiene i mindre grad har vært preget av enkelthendelser. Figur 32 viser en oversikt over utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto i rederiene som var notert fra starten av 1994 til utgangen av 2007. I denne perioden økte utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto fra 2,52 prosent til 6,59 prosent. Det var altså en lav andel av den eksterne egenkapitalen i disse rederiene som kom fra utenlandske investorer gjennom forvalterkonto før 2002. Fra tredje kvartal 2002 var det imidlertid en økning som varte frem til fjerde kvartal 2005, utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto økte i denne perioden fra 3,68 prosent til 16,43 prosent. Økningen var sammenfallende med den sterkt økende markedsverdien som figur 6 viste.

**Figur 32. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i rederiene notert hele perioden, 1994-2007**



Dette delkapittelet gir en indikasjon på at man har klart å tiltrekke seg en viss grad av utenlandsk institusjonell kapital til rederiene notert på Oslo Børs. Derimot ser det ikke ut til at økningen kom før mot slutten av perioden da det også var en sterk økning i markedsverdien til de børsnoterte rederiene. Dette kan være en indikasjon på at størrelsen på rederiene er en avgjørende faktor for utenlandske institusjonelle investorer.

## **7. Analyse**

### **7.1 Innledning**

Oversikten over utenlandsk eierskap i kapittel 6 viste at det var forskjeller mellom kjent utenlandsk eierskap og utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto. Selv om Dahlquist og Robertsson (2001) mener at alle utenlandske investorer i all hovedsak er institusjonelle investorer, og har belegg for å mene det gjennom deres forskning, tror jeg utviklingen i disse to gruppene forklares av ulike variabler for rederiene notert på Oslo Børs. Utviklingen til kjent utenlandsk eierskap ser ut til å ha vært preget av enkelthendelser. Dette kan trolig skyldes eksplisitte barrierer knyttet til kjent utenlandsk eierskap. Utviklingen til utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto viser en jevnere trend uten de helt store svingningene. Utviklingen her skyldes trolig implisitte barrierer som styrer utenlandske institusjonelle investorers adferd.

Jeg vil i dette kapittelet svare på problemstilling to til seks. Del 7.2.1 vil forsøke å gi et svar på problemstilling 2, om utenlandsk kapital var ensbetydende med oppkjøp. Del 7.2.2 vil forsøke å gi et svar på problemstilling 3 og 4, i hvilken grad norske investorer forsøker å unngå de eksplisitte barrierene og hvilken innvirkning det har for utenlandsk eierandel. Del 7.3.1 og 7.3.2 vil forsøke å svare på problemstilling 5, hvorvidt man har klart å tiltrekke seg utenlandsk institusjonell kapital til de børsnoterte rederiene. Del 7.3.3 til og med 7.5 forsøker å svare på problemstilling 6, om hvilke implisitte barrierer som ser ut til å påvirke utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto.

### **7.2 Kjent utenlandsk eierandel**

Kjent utenlandsk eierandel økte fra 16,12 prosent ved starten av 1994 til 24,30 prosent ved utgangen av 2007. Særlig er det to perioder som virker interessante for videre analyse. Figur 33 viser kjent utenlandsk eierskap i denne perioden med disse to interessante periodene uthevet.

Fra starten av 1994 til tredje kvartal 1999 var det en nedgang i andelen eid av kjente utenlandske aksjonærer. En sammenligning med utviklingen til utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto i denne perioden forteller at det trolig er mange utenlandske kjente eiere som har flyttet sitt eierskap over på forvalterkonto, kanskje spesielt hvis man ser på den markante økningen som var rundt årsskiftet 1994/1995 da restriksjonene på utenlandsk

eierskap ble opphevet. Flere selskaper slo på denne tiden sammen A og B aksjene. De som tidligere eide B-aksjer har trolig kun vært interesserte i å være passive eiere og har derfor valgt å flytte sine aksjer over på forvalterkonto (Døskeland og Mjøs 2008). Denne perioden regner jeg derfor som mindre interessant for videre analyse.

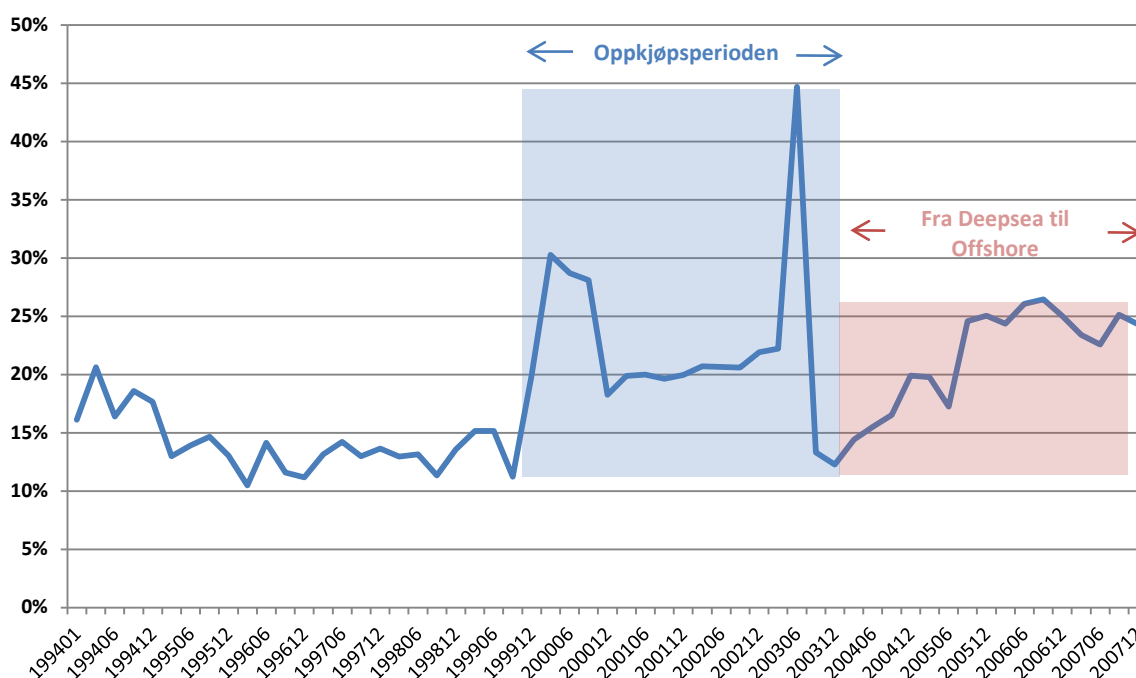
Fra tredje kvartal 1999 til tredje kvartal 2003 økte kjent utenlandsk eierandel fra 11,24 prosent til 13,32 prosent, men i løpet av disse fire årene var kjent utenlandsk eierandel i gjennomsnitt på 23,70 prosent hvert kvartal. Dette gir indikasjoner på at det var enkelthendelser i denne perioden som påvirket kjent utenlandsk eierskap. Næringslivsavisene i denne perioden var preget av nesten daglige oppslag om oppkjøpsrykter og oppkjøp. Herbjørn Hansson uttalte til Aftenposten sommeren 1999 at han fryktet norsk rederinæring i løpet av få år ville bli desimert hvis ikke rammebetingelsene i Norge ble bedre (Lange, Bekymret over utenlandsk kapital i Norge - Mindre skipsfart i Norge 1999). Det var i denne perioden tradisjonsrike Bergesen ASA ble kjøpt opp av World-Wide Shipping fra Hong Kong, canadiske Teekay kjøpte opp nærmest hele den norske bøyelastvirksomheten og Norwegian Cruise Lines forsvant ut av norsk eie. Selve shippingmarkedet isolert sett var ikke preget av store strukturelle forandringer i denne perioden. Men aksjemarkedet var preget av ettervirkningene av Asia-krisen og at IT-boblen etter hvert sprakk. På grunn av det store antallet rederi som ble avnotert, samt de store forandringene i kjent utenlandsk eierskap velger jeg å karakterisere denne perioden som *"oppkjøpsperioden"*, og følgelig tror jeg forklaringen på de voldsomme svingningene i kjent utenlandsk eierskap i denne perioden ligger i oppkjøpene og avnoteringene av store norsk eide rederier. I så måte tror jeg denne perioden kan gi et godt svar på om utenlandsk kapital var ensbetydende med oppkjøp.

Fra bunn i tredje kvartal 2003 til utgangen av 2007 økte kjent utenlandsk eierskap fra 13,32 prosent til 24,30 prosent, dette er en sterk økning i løpet av en kort periode. Denne perioden var som Døskeland og Mjøs (2008) beskrev, preget av at oljeprisen var raskt stigende og at Oslo Børs opplevde en sterk vekst. Markedsverdien til de børsnoterte rederiene økte kraftig i denne perioden, samtidig som antallet rederier økte fra bunnivået på 19 rederi i tredje kvartal 2003 til 32 rederi ved utgangen av 2007. Det ble notert 17 "nye"



rederi på Oslo Børs i denne perioden.<sup>36</sup> Rapporten "På norske hender" (Menon Business Economics 2011) peker også på at det var en dreining fra tradisjonell deepsea-relatert shipping til mer offshore-relatert shipping i denne perioden. Samtidig vet man også at mange norske redere etter hvert valgte å flytte sitt eierskap til utlandet. Dagbladet (2009) lister i 2009 opp noen av Norges mest kjente "skatteflyktninger", blant disse finner vi tunge redernavn som Fredriksen, Høegh, Stolt-Nielsen, Siem, Smedvig og Ugland. Årsaken til veksten i kjent utenlandsk eierandel mot slutten av perioden kan trolig enten forklares av dreiningen fra deepsea til offshore, eller av at mange store norske eiere i denne perioden hadde sitt eierskap registrert i utlandet.

Figur 33. Analyseperioder kjent utenlandsk eierandel



### 7.2.1 "Oppkjøpsperioden"

Flere store børsnoterte rederier ble i denne perioden enten kjøpt opp av utenlandske investorer og tatt av børs eller så ble eierskapet flyttet utenlands. Fra siste kvartal 1998 til andre kvartal 2004 ble 21 rederi tatt av børs uten at noen nye rederi ble notert. På langt nær alle disse ble kjøpt opp av utenlandske investorer, men flere av de store rederier ble i denne perioden kjøpt opp av utenlandske investorer. Fra tredje kvartal 1999 til tredje kvartal 2003

<sup>36</sup> World-Wide Shipping velger på å notere Bergesen på nytt i 2005, samt at 3 rederi blir restrukturert og endrer navn.

falt markedsverdien av de børsnoterte rederiene fra 38,3 milliarder til i underkant av 17 milliarder.

Som første del av analysen ønsker jeg å gi en kort historisk oversikt over de viktigste hendelsene som omhandler de rederiene som var notert på Oslo Børs i denne perioden. Under følger en liste over de største rederiene som ble kjøpt opp i denne perioden og hendelser som fant sted rundt oppkjøpene.

### Bona Shipholding:

Kjøper: Teekay Shipping Norway (Canada)

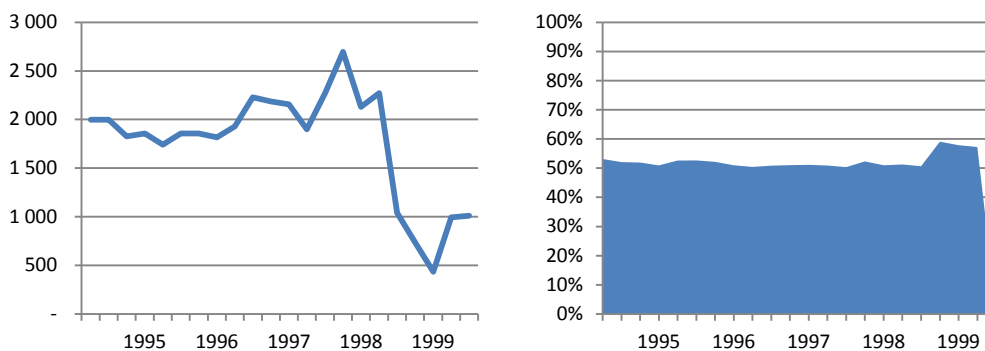
Pris: ca. 3,5 milliarder<sup>37</sup>

Største eier: Leif Höegh & Co

Oppgjør: Aksjer/kontant

Tatt av børs: 1.kvartal 1999

Figur 34. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Bona Shipholding<sup>38</sup>



Øyvind A. Brøymer i Leif Höegh & Co uttaler til Dagens Næringsliv 30.3.1999 at diskusjonene rundt oppkjøpet hadde foregått i over et års tid og at samtalen begynte før nedgangsperioden i shipping kom for fullt. Teekay-sjef Bjørn Møller uttaler at det nye selskapet ønsker å utnytte stordriftsfordeler, og at det dermed ligger i kortene at noe av Bona Shipholdings virksomhet blir flyttet til Teekays hovedkvarter i London. Leif Höegh & Co blir etter oppjøret tredje største aksjonær i det fusjonerte selskapet.<sup>39</sup>

<sup>37</sup> Prisene som blir oppgitt er hentet fra næringslivsavisenes anslag, og er ofte uoffisielle tall. Figurene viser markedsverdi frem til siste kvartal rederiet var notert på Oslo Børs. Dermed vil trolig ikke figuren fange opp endringen i markedsverdi som følge av et bud på alle aksjene fordi budet kan ha kommet mellom siste kvartal notert og avnotering.

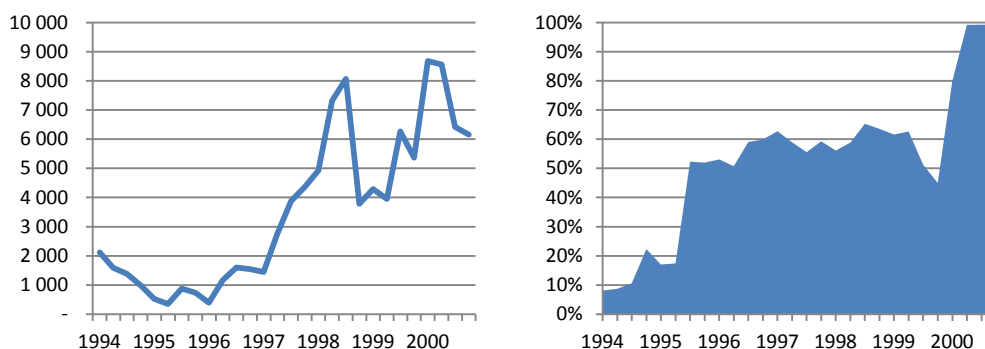
<sup>38</sup> Årsaken til at utenlandsk eierandel faller inn mot avnotering er at Teekay kjøpt Bona Shipholding gjennom sitt norske datterselskap Teekay Shipping Norway. Teekay var 100% eier av Teekay Shipping Norway.

<sup>39</sup> (Segrov, Selger Bona til Teekay 1999)

**Norwegian Cruise Lines Holding:**

Kjøper: Carnival Cruise Lines (US)/Star Cruises (Malaysia)  
 Største eiere: Kristian Siem, Christen Sveaas og Trygve Hegnar  
 Tatt av børs: 1.kvartal 2000

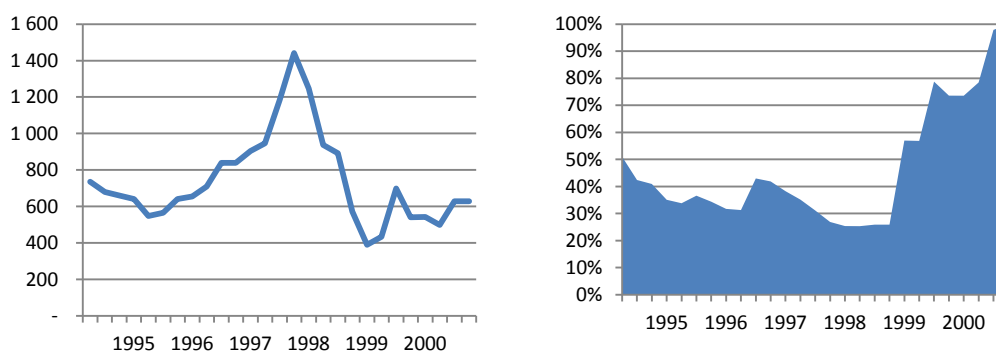
Pris: ca. 10 milliarder  
 Oppgjør: Kontant

**Figur 35. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, NCL Holding**

Etter en lang strid hvor Carnival Cruise Lines og Star Cruises kjempet om kontroll over NCL ble de til slutt enige om å samarbeide om oppkjøpet. Carnival Cruise Lines la 1.desember 1999 inn et bud på NCL, på 30 kr pr aksje, Star Cruises kontret 17.desember med et bud på 35 kr pr aksje. Fortsatt ville de norske aksjonærene ha høyere pris for selskapet og inngikk 27.januar 2000 en avtale med Carnival Cruise Lines om salg av selskapet til 40 kr pr aksje, forutsatt at Carnival får aksjemajoritet. 2.februar trekker Carnival budet og inngår et overraskende samarbeid med Star Cruises. De norske aksjonærene innser at slaget er tapt og godtar budet fra Carnival og Star.<sup>40</sup>

**Benor Tankers:**

Kjøper: Transpetrol (Belgia)                      Pris: n.a.  
 Største eier: Transpetrol                        Oppgjør: Kontant  
 Tatt av børs: 4.kvartal 2000

**Figur 36. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Benor Tankers**

Var opprinnelig et samarbeid mellom Finanshuset i Oslo og belgiske Transpetrol. Selskapet foretok en emisjon i 1990 hvor det ble tegnet aksjer for ca. 1 milliard, blant skandinaviske og britiske institusjonelle investorer samt noen norske privatpersoner. Selskapet hadde 40 prosent norsk eierskap

<sup>40</sup> (Usignert, Kampen om NCL 2000)

på dette tidspunktet.<sup>41</sup> Amerikanske General Maritime Corporation la i midten av 1999 inn et bud på hele Benor Tankers, aksjonærene ble anbefalt å godta budet og det så ut til at Benor Tankers skulle ende på amerikanske hender. Men amerikanerne trakk seg i siste liten, og i etterkant valgte TransPetrol å kjøpe de resterende aksjene og tok selskapet av børs i 2000.

### Ugland Nordic Shipping:

Kjøper: Teekay Shipping (Canada)

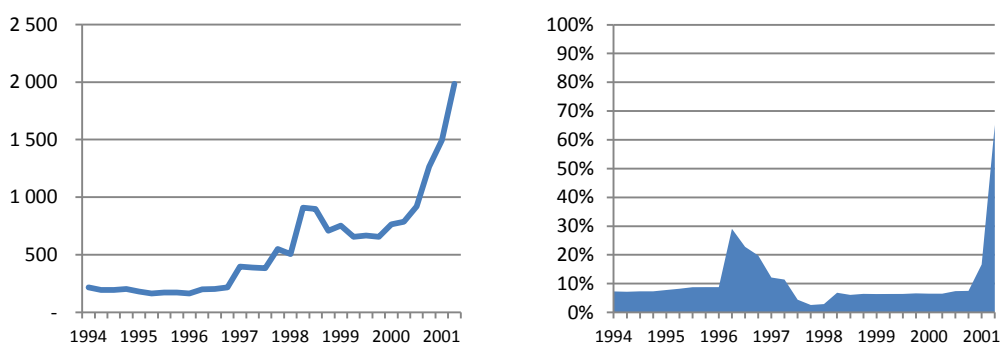
Pris: ca. 2 milliarder

Største eier: Rasmussengruppen og Ugland-familien

Oppgjør: Kontant

Tatt av børs: 2.kvartal 2001

**Figur 37. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Ugland Nordic Shipping**



For å forstå historien rundt oppkjøpet av Ugland Nordic Shipping er det en hendelse i forkant av oppkjøpet som jeg mener har god forklaringskraft. RGI, UNS og Stena Bulk forsøkte i 1999 å kjøpe Navion, i et forsøkt på en storkonsolidering i bøyelast markedet, hvor Ugland Nordic Shipping ville blitt tilnærmet enerådende i Nordsjøen.<sup>42</sup> Dette oppkjøpsforsøket ble stoppet av Rasmussengruppen, som ønsket å bruke sin forkjøpsrett på Statoils aksjer i Navion, i samarbeid med Wilhelmsengruppen. Dette forsøket ble det imidlertid ikke noe av og Rasmussengruppen kjøper seg siden opp i Ugland Nordic Tankers i et forsøk på en konsolidering andre veien. Dette forsøket blir stoppet når det canadiske rederiet Teekay Shipping kommer på banen og kjøper seg stort opp i Ugland Nordic Shipping. Etter en kort periode hvor Rasmussengruppen og Teekay strider om full kontroll bestemmer Rasmussengruppen seg i 2001 for å trekke seg ut av Ugland Nordic Shipping og selge sin andel til Teekay. Dag Rasmussen uttaler at de ønsket et samarbeid mellom Navion og Teekay, men at Teekay ikke viste interesse for dette og de solgte seg dermed ut av Ugland Nordic Shipping.<sup>43</sup>

<sup>41</sup> (Usignert, Vellykket fusjon 1990)

<sup>42</sup> Navion: Bøyelastrederi, hvor Statoil eide 80 prosent og Rasmussengruppen eide 20 prosent.

<sup>43</sup> Se: (Jørgensen, Segrov og Ånestad 2000), (Lange, Rasmussen vil ha nytt gigant-rederi 2001) og (Segrov, Ville ha Ugland alene 2001)

**Swan Reefers:**

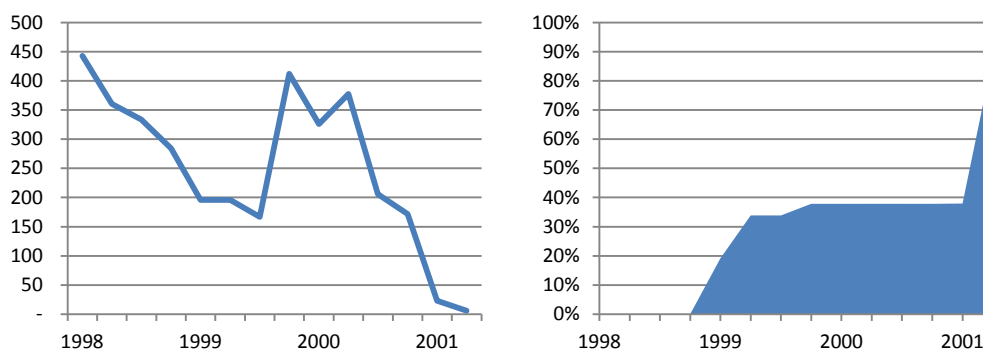
Kjøper: Kristian Siem (UK)

Pris: ca. 0kr (Teknisk konkurs)

Største eier: Actinor og Ugland

Oppgjør: Kontant

Tatt av bør: 1.kvartal 2001

**Figur 38. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Swan Reefers**

Selskapet var i praksis konkurs da Kristian Siem kjøpte det opp. Selskapet ble siden en del av den store kjøleskipssatsningen til Kristian Siem.<sup>44</sup>

**Mosvold Shipping:**

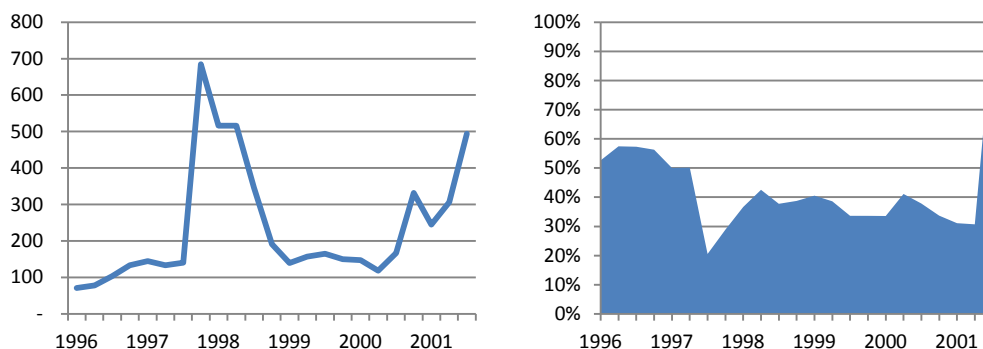
Kjøper: Frontline Ltd (Kypros/UK)

Pris: ca. 0,6 milliarder

Største eier: Mosvold-familien

Oppgjør: Kontant

Tatt av bør: 2.kvartal 2001

**Figur 39. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Mosvold Shipping**

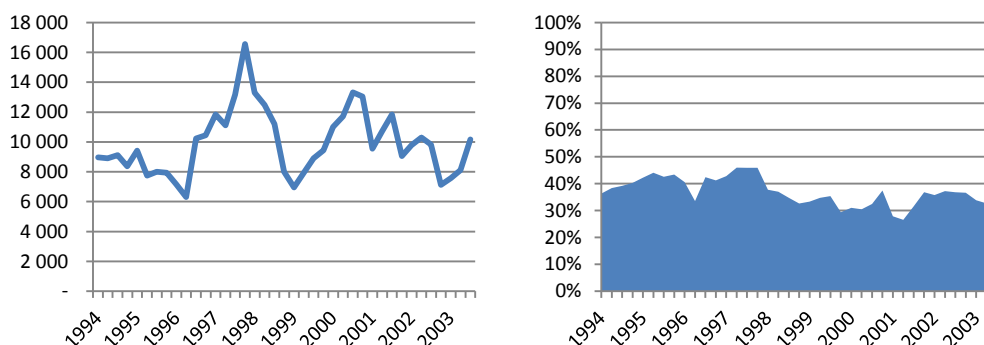
Selskapet eide kun to gamle tankere, men etter selskapet la en bevisst strategi for å bli kjøpt opp bestilte de 3 nye tankskip med høy giring. Tankemarkedet var på dette tidspunktet svært bra og Frontline så potensialet i de 3 nybyggingskontraktene Mosvold eide. De to gamle tankskipene var enkeltskrog skip og kunne uansett bare seile frem til 2004, Frontline uttaler også at deres strategi ikke er drifting av gammel tonnasje. Analytikere mener på dette tidspunktet at underliggende verdier i Mosvold er høyere enn det budet fra Frontline tilsier, noe også styret i Mosvold mente en periode. Men etter at Frontline høynet sitt bud marginalt godtok styret budet.

<sup>44</sup> (T. C. Jensen 2000)

**Bergesen:**

Kjøper: World Wide Shipping (Hong Kong)  
 Største eier: Morten Sig. Bergesen og Petter C.G. Sundt  
 Tatt av børs: 2.kvartal 2003

Pris: ca. 10 milliarder  
 Oppgjør: Kontant

**Figur 40. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Bergesen**

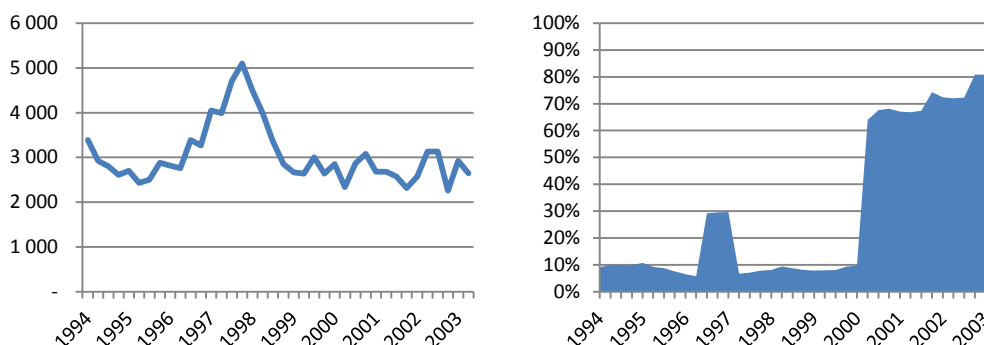
Flere analytikere ventet at Bergesen familien skulle kjøpe ut de andre aksjonærene og ta selskapet av børs. Det som derimot skjedde var at Sohmen-familien kjøpte seg kraftig opp i Bergesen. Da Bergesen-familien sjekket mulighetene for å finansiere et oppkjøp fant de ut at de manglet den finansielle styrken til å gjennomføre det. I etterkant av dette kom Sohmen-familien enda kraftigere på banen og kjøpt etter hvert opp hele rederiet. Selskapet ble etter hvert tatt av børs for så å bli restrukturert og notert igjen i 2005. Bergesen utgjør på denne tiden en meget stor andel av shippingsselskapene på Oslo Børs, tett opp mot 40 prosent av den totale markedsverdien.

Videre var det også selskaper som ikke ble kjøpt opp av utenlandske investorer hvor det var hendelser som bidrar til utviklingen av kjent utenlandsk eierskap.

**Leif Höegh & Co**

Kjøper: Fetterne Leif O. og Morten W. Høegh (UK)  
 Tatt av børs: 1.kvartal 2003

Pris: ca. 2,6 milliarder  
 Oppgjør: Kontant

**Figur 41. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Leif Höegh & Co**

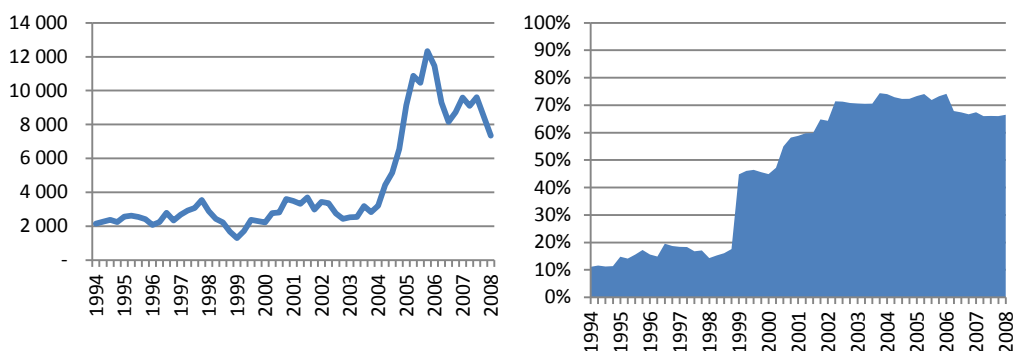
Fetterne eide gjennom Aequitas 60 prosent av aksjene i selskapet. Etter at de fikk kjøpe det greske rederiet Premier LTDs andel på 13.9 prosent valgte de å kjøpe opp det resterende av aksjer i selskapet å ta det av børs. Selv om begge fetterne er bosatt i London vil fortsatt rederiet styres fra Oslo. De

uttaler videre at rederiet ikke har behov for kapital fra børsen og at fokus videre er konsolidering og drift av selskapet.<sup>45</sup>

## Odfjell SE

Selskapet blir værende på børs men flytter sitt eierskap til utlandet gjennom selskapet Norchem som er registrert i Danmark.<sup>46</sup> Samtidig fusjonerer man inn den greske rederen Livanos sin kjemikalieflåte i Odfjell med betaling i aksjer.<sup>47</sup> Livanos-familien har sitt eierskap gjennom selskapet ChemLog. I 2007 stod disse to selskapene for over halvparten av aksjene i Odfjell.

Figur 42 Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Odfjell SE



Disse ni rederiene hadde en viktig posisjon størrelsesmessig på børsen. Mellom første kvartal 1999 og tredje kvartal 2003, hadde de en gjennomsnittlig markedsverdi på 3,5 milliarder, mens de resterende børsnoterte rederiene hadde en gjennomsnittlig markedsverdi på 609 millioner. Disse ni rederiene var altså i gjennomsnitt nesten 6 ganger større enn de resterende rederiene som var notert i denne perioden.

Det er vanlig at strategiske oppkjøpere kjøper seg opp over en lengre tidsperiode. Dermed er trolig mye av det kjente utenlandske eierskapet i denne perioden preget av at utenlandske oppkjøpere plasserer seg strategisk i rederiene i forkant av oppkjøpet. Tar man bort disse rederiene fra utvalget vil man trolig se den reelle utviklingen i kjent utenlandsk eierskap over perioden uten forstyrrende elementer som oppkjøp og plassering i forkant av oppkjøp. Man får da en bedre oversikt over hvor stor andel kjente utenlandske investorer det er som ser på rederier på Oslo Børs som et investeringsobjekt fremfor et oppkjøpsobjekt.

Figur 43 viser utviklingen i kjent utenlandsk eierskap uten de ni rederiene som ble kjøpt opp eller hvor eierskapet ble flyttet utenlands i perioden, sammenlignet med kjent utenlandsk eierskap for alle rederiene. Mellom tredje kvartal 1999 og tredje kvartal 2003 var

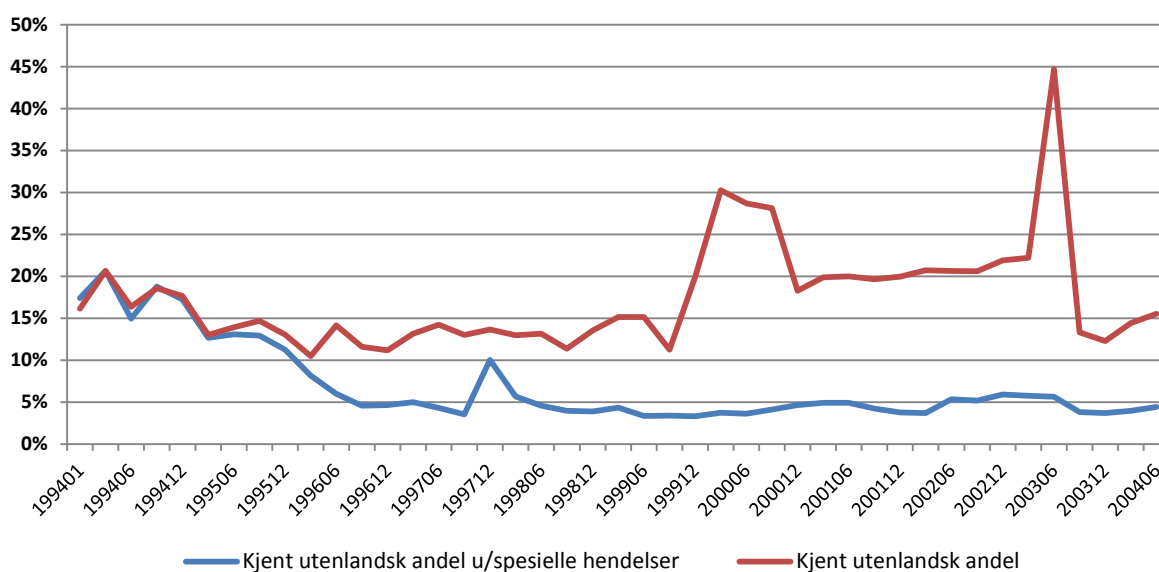
<sup>45</sup> (Usignert, Fettere tar Høegh privat 2003)

<sup>46</sup> (S. W. Jensen 2001)

<sup>47</sup> Mer om Odfjells fusjon med Livanos i Odfjell – The history of a shipping company (Thowsen og Tenold 2006).

gjennomsnittlig kjent utenlandsk eierskap i disse rederiene bare 4,46 prosent, sammenligner man med et samlet utvalg hvor gjennomsnittlig kjent utenlandsk eierskap var 22,35 prosent er dette store forskjeller. Fra andre kvartal 1996 til andre kvartal 2004 var gjennomsnittlig kjent utenlandsk eierskap på 4,75 prosent i de resterende rederiene. Trenden er mye jevnere når man tar bort rederiene som ble kjøpt opp, noe som sier at det ikke var store endringer i kjent utenlandsk eierskap i de resterende rederiene. Siste kvartal som Bergesen var notert før World Wide Shipping tok dem av børs, stod de for 37,30 prosent av den totale markedsverdien av de noterte rederiene. Når rederiet da har tilnærmet 100 prosent kjent utenlandsk eierskap vil det naturlig nok forskyve hele bildet av kjent utenlandsk eierskap. Det samme gjelder NCL som utgjorde 15,19 prosent av den samlede markedsverdien siste kvartal før det ble tatt av børs og hadde da en kjent utenlandsk eierandel på 95,57 prosent. Dette forklarer de to toppene i henholdsvis andre kvartal 2003 og andre kvartal 2000.<sup>48</sup>

**Figur 43. Kjent utenlandsk eierandel u/spesielle hendelser, 1994-2004(2.kv.)**



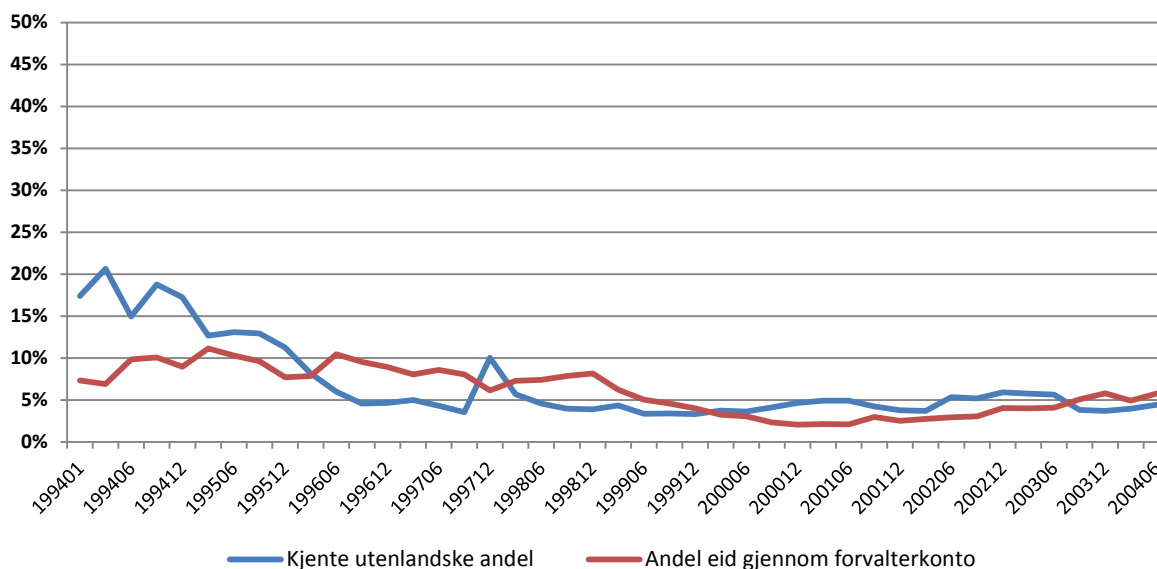
Figur 44 viser en sammenligning av kjent utenlandsk eierandel uten spesielle hendelser med utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto uten spesielle hendelser. Dette viser at kjente utenlandsk eierskap i rederiene som ikke var involvert i spesielle hendelser har tilnærmet samme utvikling som utenlandske eierandel gjennom forvalterkonto. For begge gruppen er andelen veldig lav fra slutten av 1999 og frem mot 2.kvartal 2004. Interessen blant kjente

<sup>48</sup> Toppen i slutten av 1997 er salget av Sævik Supply til Trico, det kommer før det jeg karakteriserer som oppkjøpsperioden og er derfor med i hovedutvalget.



utenlandske eiere viser seg derfor å ha vært svært lav i denne perioden når man ser bort fra rederiene som ble kjøpt opp eller hvor norske eiere flyttet sitt eierskap til utlandet.

**Figur 44. Utenlandsk eierandel u/spesielle hendelser, 1994-2004(2.kv.)**



Oppsummert forteller dette at kjent utenlandsk eierandel ikke er så merkbart forskjellig fra utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto som figur 20 viste, noe som kan sammenfalle med Dahlquist og Robertsson (2001), nemlig at utenlandske investorer i all hovedsak er institusjonelle investorer. Totalt er utenlandsk eierandel under 10 prosent i store deler av denne perioden noe som må regnes som svært lavt sammenlignet med Oslo Børs som helhet. Dette tyder på at de rederiene som ble sett på som attraktive investeringsobjekt ble til attraktive oppkjøpsobjekt. Rederiene som ble kjøpt opp i denne perioden var selskaper som ble regnet for å være noen av flaggskipene blant de børsnoterte rederiene på denne tida. Det påfølgende kvartalet etter Bergesen ble tatt av børs, var rederienes posisjon på Oslo Børs svært svekket, og mange hevdet at norsk skipsfart i denne perioden lå nede med brukket rygg. Mange av rederiene som ble kjøpt opp har fortsatt sitt hovedkontor i Norge, og en vurderinger av hvilke virkninger denne oppkjøpsperioden hadde for norsk maritim næring ligger utenfor formålet til denne notatet.

### **7.2.2 "Fra deepsea til offshore"**

Som tidligere nevnt var denne perioden synonym med en sterkt økende oljepris og store investeringer innenfor oljesektoren. Det kjente utenlandske eierskapet i denne perioden økte kraftig, fra 12,26 prosent i fjerde kvartal 2003 til 24,30 prosent ved utgangen av 2007. Dette er en tilnærmet dobling av kjent utenlandsk eierskap i rederiene notert på Oslo Børs i perioden. I samme periode økte markedsverdien av de børsnoterte rederiene fra 21 milliarder til 128 milliarder, dette er en høy økning over en kort tidsperiode. Noe av økningen kom nok som følge av økte aksjekurser, det var også mange nyanoteringer i denne perioden, noe jeg vil gå nærmere inn på.

Antallet noterte rederi økte samt at segmentsammensetningen ble endret i denne perioden. Antallet noterte rederi økte fra 19 til 32. Av disse 13 nyanoteringene var 6 innenfor deepsea, 6 innenfor offshore og 1 innenfor short sea. Disse hadde en markedsverdi ved slutten av perioden på henholdsvis, 26,3 milliarder, 31,6 milliarder og 1,2 milliarder. Dette utgjorde ved slutten av 2007 hele 46 prosent av den totale markedsverdien til alle rederiene notert på Oslo Børs. De nyanoterte rederiene hadde en gjennomsnittlig markedsverdi på 2,5 milliarder første kvartal notert, og 4,5 milliarder ved utgangen av 2007. Gjennomsnittet for en samlet gruppe av rederier på Oslo Børs ved utgangen av 2007 var 4 milliarder. Vedlegg 4 viser et stillbilde fra fjerde kvartal 2003 og vedlegg 5 viser et stillbilde fra fjerde kvartal 2007. Mellom disse årene ble det som nevnt notert 13 nye rederi. Flere av disse rederiene inntok en markant posisjon både generelt på Oslo Børs og blant rederiene, og har i så måte stor innvirkning på det bilde vi ser av eierstrukturen over denne perioden.

Tabell 6 viser en oversikt over rederiene som ble notert i denne perioden med tilhørende informasjon, sortert etter noteringsdato.

Tabell 6. Kjent utenlandsk eierandel i rederier notert etter 2004

Rederi	Segment	Noteringsdato	MV 1.kv notert	MV 4.kv 2007	% av total MV	Kj.ut.andel 4.kv 2007
Camillo Eitzen	Deep Sea	28.06.2004	1 132 000 000	3 245 000 000	2.53 %	2.58 %
Golden Ocean Group	Deep Sea	15.12.2004	853 000 000	9 172 000 000	7.14 %	38.41 %
Wilson	Short Sea	17.03.2005	861 200 000	1 224 000 000	0.95 %	3.77 %
Havila Shipping	Offshore	24.05.2005	689 200 000	1 899 000 000	1.48 %	2.05 %
Eidesvik Offshore	Offshore	27.06.2005	1 515 000 000	1 590 000 000	1.24 %	2.72 %
Aker American Shipping	Deep Sea	11.07.2005	2 139 000 000	3 464 000 000	2.70 %	7.82 %
Subsea7	Offshore	22.07.2005	11 840 000 000	17 950 000 000	13.98 %	51.50 %
Siem Offshore	Offshore	12.08.2005	581 100 000	4 900 000 000	3.82 %	46.65 %
Deep Sea Supply AS	Offshore	15.09.2005	542 300 000	3 210 000 000	2.50 %	46.35 %
Eitzen Chemical	Deep Sea	02.11.2006	4 350 000 000	3 934 000 000	3.06 %	4.43 %
Rem Offshore	Offshore	30.03.2007	1 704 000 000	2 066 000 000	1.61 %	6.50 %
Ocean Heavylift	Deep Sea	04.05.2007	1 380 000 000	1 314 000 000	1.02 %	9.88 %
Dockwise	Deep Sea	02.10.2007	5 169 000 000	5 169 000 000	4.02 %	47.65 %

Fokuserer man på kjent utenlandsk eierskap var det ved slutten av 2007 fem rederier som skilte seg ut: Deep Sea Supply, Dockwise, Golden Ocean Group, Siem Offshore og Subsea7. Disse fem rederiene hadde i gjennomsnitt 46,11 prosent eid av kjente utenlandske eiere ved utgangen av 2007, utgjorde 31,46 prosent av den totale markedsverdien til de børsnoterte rederiene og hadde en gjennomsnittlig markedsverdi på 8 milliarder. Trolig gir disse fem rederiene en god forklaring på bildet vi ser av kjent utenlandsk eierskap i denne perioden, på grunn av deres størrelse sammenlignet med resten av rederiene. Av det totale kjente utenlandske eierskapet ved utgangen av 2007 stod disse fem rederiene for 61 prosent. I alle disse rederiene var største eier ved utgangen av 2007 en kjent utenlandsk aksjonær. Vedlegg 2 og 3 viser et stillbilde fra utgangen av 2003 og utgangen av 2007 over største eier i alle rederiene. Tabell 7 viser en oversikt over hvem de største aksjonærene i disse 5 rederiene var. Informasjonen er hentet fra de ulike rederienes aksjonæroversikt i årsrapportene. Datoen er hvilken dato rederiene hentet aksjonærinformasjonen fra. Datoen for når de ulike rederiene henter aksjonærinformasjon til sine årsrapporter er noe varierende men jeg antar at det ikke var store forandringer i største eiers identitet over perioden fra noteringstidspunktet til slutten av 2007.

Tabell 7. Største eier, DESSC, DOCK, GOGL, SIOFF, SUBC

Rederi	Største eier	Kilde	Dato
Deep Sea Supply	Hemen Holding	Årsrapport	31.12.2007
Dockwise	3i Investments	Årsrapport	31.12.2007
Golden Ocean Group	Hemen Holding	Årsrapport	31.12.2007
Siem Offshore	Siem Industries	Årsrapport	31.12.2006
Subsea7	Siem Industries	Årsrapport	26.04.2008

- **Hemen Holding** er et investeringsselskap kontrollert av stiftelser som er opprettet av John Fredriksen for han og hans familie.<sup>49</sup> Selskapet har også eierinteresser i blant annet Golar LNG, Frontline, Seadrill m.fl.
- **Siem Industries** er holdingselskap som tidligere var notert både i Oslo og New York frem til henholdsvis 1999 og 1998. Selskapet har også eierinteresser i Star Reefers og Siem Car Carriers.<sup>50</sup> Kristian Siem er største aksjonær i selskapet, med cirka 70 prosent eierandel.<sup>51</sup>
- **3i Investments** er et internasjonalt Private Equity fond med hovedkontor i London. Det er børsnotert i London, og fokuserer sine investeringer inn mot oppkjøpskandidater eller vekstselskap.<sup>52</sup>

Både John Fredriksen og Kristian Siem er opprinnelig norske statsborgere men har emigrert til henholdsvis Kypros og Storbritannia. Hvorvidt disse fortsatt skal regnes som norske er noe som er kraftig debattert. John Fredriksen har uttalt at han nok aldri kommer til å bosette seg i Norge igjen, men han er stadig i Norge samtidig som han har vært involvert i samtaler med næringsministeren om hjemflagging av deler av sin flåte. Kristian Siem holder selv hus i London, men hovedkontoret til Siem Offshore og Subsea7 ligger i henholdsvis Kristiansand og Stavanger. Nylig ble den første skipsdåpen på lang tid i Kristiansand avholdt, da Kristian Siem døpte det nye Siem offshore skipet Siem Amethyst.<sup>53</sup> I alle formelle instanser regnes både Siem og Fredriksen som utlendinger, men deres tilknytning til Norge skal ikke nedskrives, og man kan på mange måter regne begge to som nordmenn og en viktig del av den norske maritime næring. Det vil også etter min mening være feil å si at Siem og Fredriksen er underlagt samme implisitte barrierer på informasjon som det andre utenlandske investorer er.

Vedlegg 2 og 3 viser at det også var andre rederi hvor største eier var kjent utenlandsk aksjonær, samt at tabell 6 viser at flere rederi hadde en høy kjent utenlandsk eierandel.

<sup>49</sup> <http://www.frontline.bm/company/history.shtml>

<sup>50</sup> [http://www.siemindustries.com/richtext.asp?page\\_id=28](http://www.siemindustries.com/richtext.asp?page_id=28)

<sup>51</sup> Tall hentet fra årsrapporten til Siem Industries. Kristian Siem hadde også i små perioder eierskap gjennom andre selskaper.

<sup>52</sup> <http://www.3i.com/> 3i Investments har også andre investeringer innenfor shipping, blant annet i den europeiske fergesektoren (Baird 2010).

<sup>53</sup> 14.april 2011.

Disse rederiene ble ikke notert i perioden. Tabell 8 viser de rederiene som hadde en kjent utenlandsk eierandel over 10 prosent ved utgangen av 2007.

**Tabell 8. Største eier, ODF, FAR, BGS, GRR**

Rederi	Største eier	Kilde	Dato
Odfjell SE	Norchem	Årsrapport	31.12.2007
Odfjell SE	ChemLog	Årsrapport	31.12.2007
Farstad Shipping	Brown Brothers Harriman	Årsrapport	31.12.2007
Bergesen	World Wide Nordic	Årsrapport	31.12.2007
Green Reefers	Seatrade Partship B.V	Årsrapport	31.12.2007
Green Reefers	Norchem	Årsrapport	31.12.2007

- **Norchem** er Odfjell familiens holdingselskap registrert i Danmark, og hadde andeler i Odfjell SE og Green Reefers i 2007.
- **ChemLog** er et selskap relatert til tidligere styremedlem i Odfjell Peter G. Livanos. ChemLog har siden trukket seg ut av Odfjell.
- **Brown Brothers Harriman** er trolig fondet "Fidelity Low Priced Stock Fund" som blir forvaltet av stjerneforvalteren Joel Tillinghast.<sup>54</sup> Fondet har også hatt eierandeler i Solstad Offshore ASA. Fondet investerer primært i lavt prisede aksjer, som kan lede til investeringer i både små og mellomstore selskaper.<sup>55</sup>
- **World Wide Nordic** er et datterselskap av BW Group LTD som er Sohmen-familiens holding selskap.
- **Seatrade Partships B.V.** er en nederlandsk kjøleskipsoperatør. Innledet samarbeid med Green Reefers i forbindelse med (krise)emisjonen.

Oppsummert forteller dette at det var svært få store kjente utenlandske eiere blant de børsnoterte rederiene i denne perioden. Sohmen-familien var største eier i Bergesen, Livanos-familien hadde en stor andel i Odfjell samt at noen større internasjonale fond hadde større andeler. Ellers bestod de kjente utenlandske investorene hovedsakelig av tidligere nordmenn med adresse i utlandet og flere små kjente utenlandske aksjonærer. Men antallet kjente utenlandske aksjonærer gikk ikke opp i perioden, og det er derfor naturlig å tro at de store kjente utenlandske aksjonærene stod for mye av økningen for kjente utenlandske aksjonærer som samlet gruppe. Av "nordmenn" som har sitt eierskap i utlandet er det tre markante eiere som jeg velger å se nærmere på, John Fredriksen, Kristian Siem og Odfjell-familien. Tabell 9 viser disse eiernes andeler i rederiene hvor de var (blant de) største aksjonær(ene). Kristian Siem står som største eier av Siem Offshore og Subsea7 som til sammen har en markedsverdi på like i underkant av 30 milliarder. John Fredriksen står som

<sup>54</sup> Jeg har prøvd å komme i kontakt med Tillinghast, både direkte og gjennom Fidelity, uten hell. Jeg har heller ikke funnet noe informasjon om hvorfor de ser på Farstad og Solstad som attraktive investeringsobjekt.

<sup>55</sup> <http://fundresearch.fidelity.com/mutual-funds/summary/316345305>.

største eier ved utgangen av 2007 i Deep Sea Supply, Golden Ocean og Frontline.<sup>56</sup> Deep Sea Supply og Golden Ocean har ved utgangen av 2007 en markedsverdi på 12,3 milliarder. Odfjell-familien har store eierinteresser i Odfjell SE og Green Reefers, som til sammen har en markedsverdi på 8,3 milliarder ved utgangen av 2007.

**Tabell 9. Utenlandske eiere med norsk tilknytning**

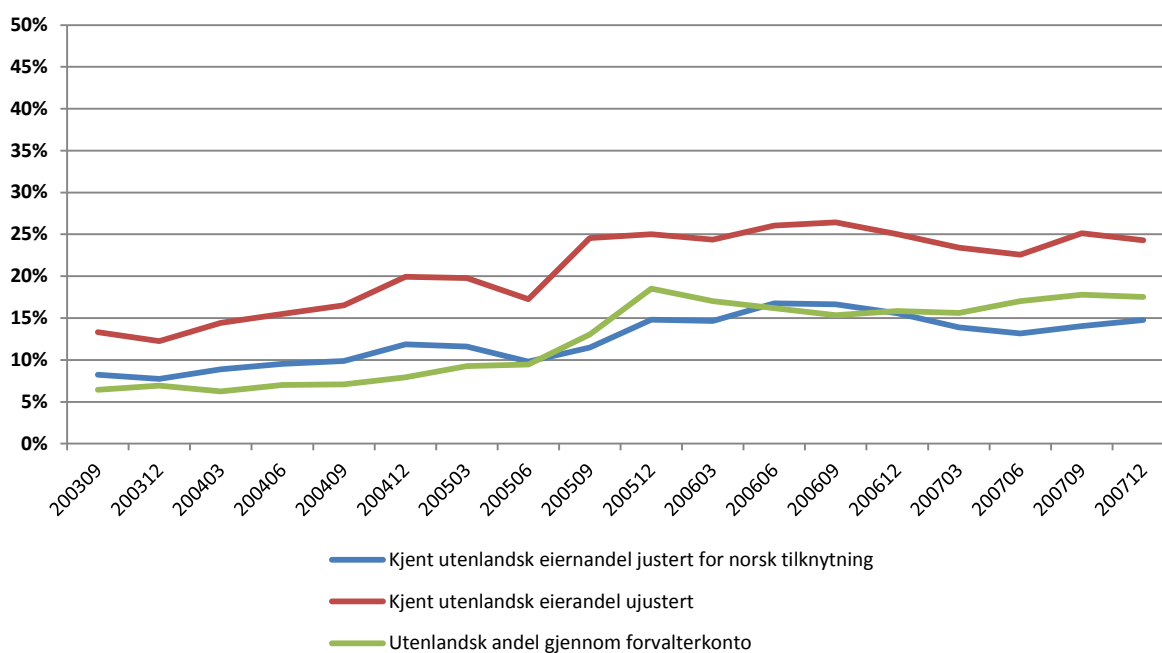
Navn	Rederi	MV 4.kv 2007	Eierandel
Kristian Siem	Siem Offshore	4 900 000 000	38.00 %
	Subsea7	17 950 000 000	33.52 %
John Fredriksen	Deep Sea Supply	3 210 000 000	34.30 %
	Golden Ocean	9 172 000 000	39.85 %
Odfjell-familien	Odfjell SE	7 343 000 000	31.13 %
	Green Reefers	963 300 000	10.00 %

Disse tre aksjonærene ødelegger etter min mening forståelsen av hvorvidt man har klart å tiltrekke seg kjente utenlandske eiere til børsnoterte rederier. Disse tre har alle tilbrakt sine barndomsår i Norge, og har bygd opp en betydelig del av sin formue enten i Norge eller ved hjelp av norsk arbeidskraft og kompetanse. Dette er et tema som naturlig nok kan bestrides, men uansett har disse investorene et fortrinn på norske investorer og utenlandske investorer. De har et fortrinn på norske investorer ved at de ikke er underlagt kapitalbeskatningen som norske investorer er underlagt, mens de har et fortrinn på utenlandske investorer ved at de sannsynligvis har bedre informasjon om rederiene notert på Oslo Børs enn det utenlandske investorer har. Dermed kan man i stor grad se bort fra informasjonsassymetri som en implisitt barriere som har påvirket kjent utenlandsk eierandel i nevneverdig grad blant de norske børsnoterte rederiene. Etter min mening skyldes dette at det finnes eksplisitte barrierer på norsk eierskap. Disse eksplisitte barrierene kan man unngå ved å flytte sitt eierskap til utlandet. Man slipper dermed den norske kapitalbeskatningen, samtidig som man har de samme aksjonærrettighetene som norske investorer. Ulempen er at man ikke har muligheten til å være i Norge i mer enn 90 dager per år i gjennomsnitt over tre år. Dette kan gjøre det vanskeligere å utøve aktivt eierskap, men med de kommunikasjonsmidler man besitter i dag er trolig ulempen kraftig oppveid av fordelene.

<sup>56</sup> Frontline blir omtalt i eget delkapittel.

Gjennom denne perioden var disse eierne den største aksjonæren i sine respektive rederi. Jeg velger dermed å definere største aksjonær i disse rederiene som norsk.<sup>57</sup> Dette er et godt bilde hvordan utviklingen ville vært om disse eierne hadde sitt eierskap registrert i Norge. Figur 45 viser en oversikt over kjent utenlandsk eierskap hvor største aksjonær i disse rederiene er regnet inn som norske aksjonærer. Fra starten av 1994 til utgangen av 2007 falt utenlandsk eierandel fra 16,12 prosent til 14,77 prosent. En sammenligning av kjent utenlandsk andel hvor Siem, Fredriksen og Odfjell er norske med utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto viser at kjent utenlandsk andel har en utvikling som er relativt lik til utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto for denne perioden. Dette kan være et tegn på at de resterende kjente utenlandske eierne har en adferd som er lik adferden til utenlandske institusjonelle investorer, slik jeg også viste under oppkjøpsperioden.

Figur 45. Kjent utenlandsk eierandel justert for norsk tilknytning, 2003(3.kv.)-2007



Jeg velger å konkludere med at det ser ut til at rederier notert på Oslo Børs i perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007 ikke har klart å tiltrekke seg kjent utenlandsk kapital på ønsket måte. Den kjente utenlandske kapitalen som var i rederiene har hovedsakelig vært enten utenlandske investorer med norske aner eller så har de kjente utenlandske investeringene hatt oppkjøp og avnotering som hovedformål. Andre rederi som har stor kjent utenlandsk eierandel, som for eksempel Dockwise, er ikke norske rederi. I så måte kan

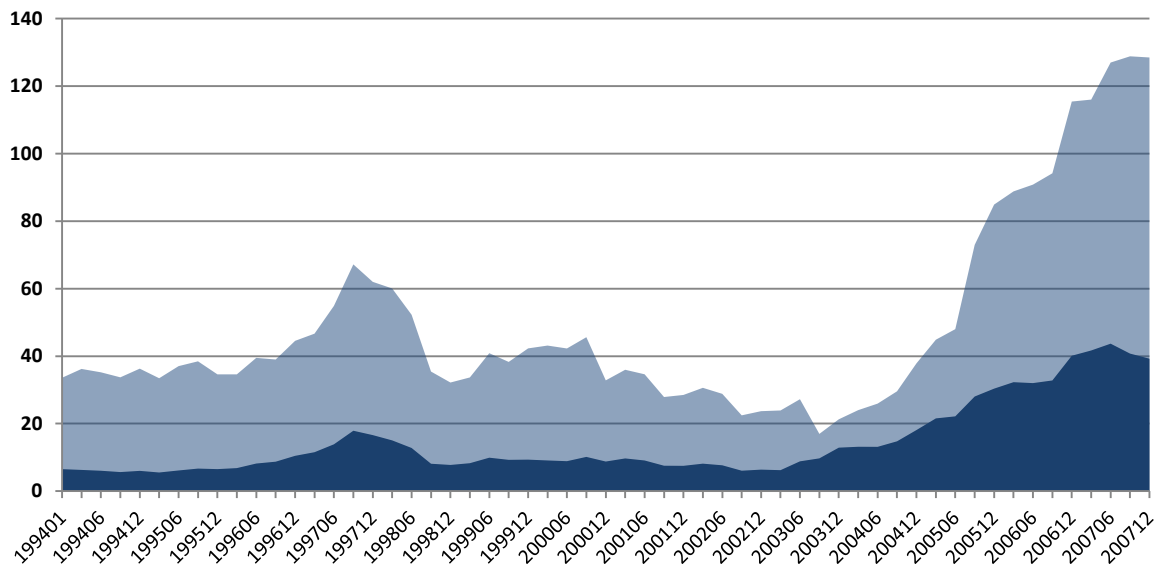
<sup>57</sup> Jeg har ikke definert Odfjells eierandel i Green Reefers som norsk, ettersom de ikke var største aksjonær i selskapet. Dette utgjør imidlertid ingen stor forskjell ettersom Green Reefers har en liten markedsandel i denne perioden.

man si at norske investorer bidro med kapital til utenlandske rederier. Et annet eksempel er Jinhui, men rederiet er ikke inkludert i mitt utvalg.

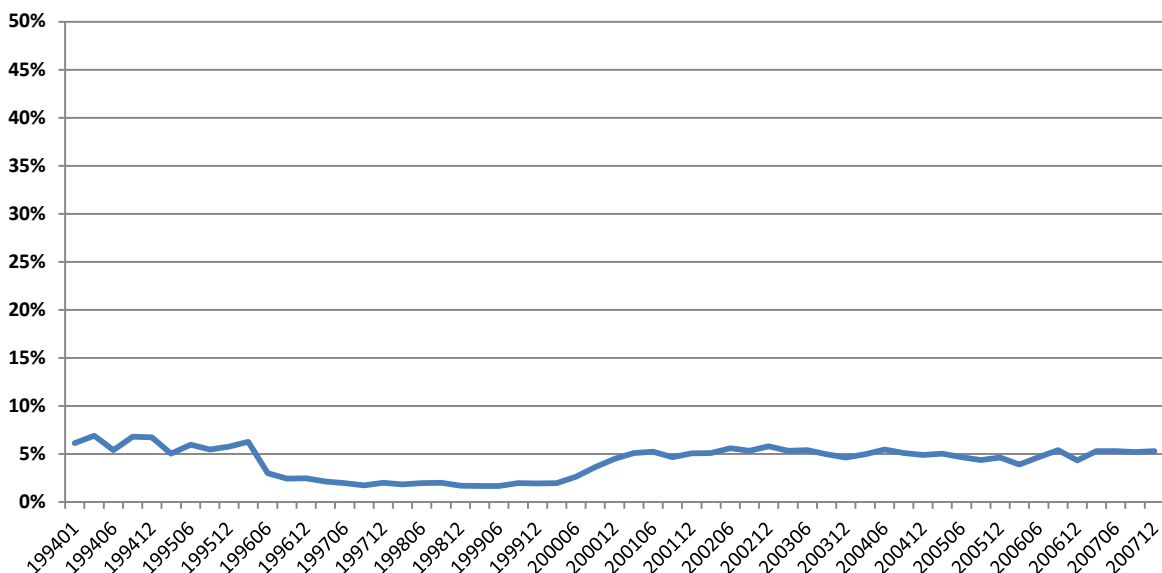
### **7.2.3 Rederier som var notert hele perioden**

Rederiene som har vært notert i hele perioden fra starten av 1994 til slutten av 2007 kan gi et ytterligere bilde av hvorvidt man har klart å tiltrekke seg utenlandsk kapital til rederier notert på Oslo Børs, sett bort fra spesielle hendelser som skissert i de to foregående analysene. Figur 28 viser kjent utenlandsk eierskap i disse rederiene fra starten av 1994 til utgangen av 2007. I denne perioden var det en økning fra 6,26 prosent til 13,33 prosent i kjent utenlandsk eierandel. Denne økningen ser ut til å komme fra midten av perioden og utover, med en liten nedgang mot slutten. Men dette utvalget inneholder som kjent Odfjell SE, hvor Odfjell-familien under oppkjøpsperioden flyttet deler av sitt eierskap utenlands samt at Livanos-familien fusjonerte sin flåte i Odfjell SE i bytte mot aksjer. Det kan derfor være hensiktsmessig å se på utviklingen uten Odfjell SE. Selv om Odfjell SE hadde høy markedsverdi på denne tida, utgjorde de resterende rederiene som var på børsen hele perioden en ikke ubetydelig andel av markedsverdien til alle de børsnoterte rederiene. Figur 46 viser markedsverdien til de rederiene som har vært på børsen hele perioden uten Odfjell SE sammenlignet med total markedsverdi for alle børsnoterte rederi. Denne sammenligningen gjøres for å illustrere at selv om Odfjell blir tatt ut av utvalget utgjør fortsatt rederiene en stor andel av den totale markedsverdien av de børsnoterte rederiene.



**Figur 46. Markedsverdiutvikling til rederiene notert hele perioden u/Odfjell SE, 1994-2007, (milliarder)**

Figur 47 viser andelen kjent utenlandsk eierskap i rederiene som var på børsen hele perioden uten Odfjell SE. Andelen falt fra 6,14 prosent ved starten av 1994 til 5,31 prosent ved utgangen av 2007. Gjennomsnittlig over perioden var kjent utenlandsk eierskap i disse rederiene 4,29 prosent. Det var altså lite eller ingen vekst over perioden i kjent utenlandsk eierskap i disse rederiene.

**Figur 47. Kjent utenlandsk andel i rederier notert hele perioden u/ Odfjell SE, 1994-2007**

Dette tyder på at rederiene som var notert hele perioden hadde problemer med å tiltrekke seg aktive utenlandske investorer. Det er interessant å merke seg perioden fra andre kvartal 1997 til første kvartal 2000 hvor kjent utenlandsk eierskap i gjennomsnitt var 1,88 prosent.

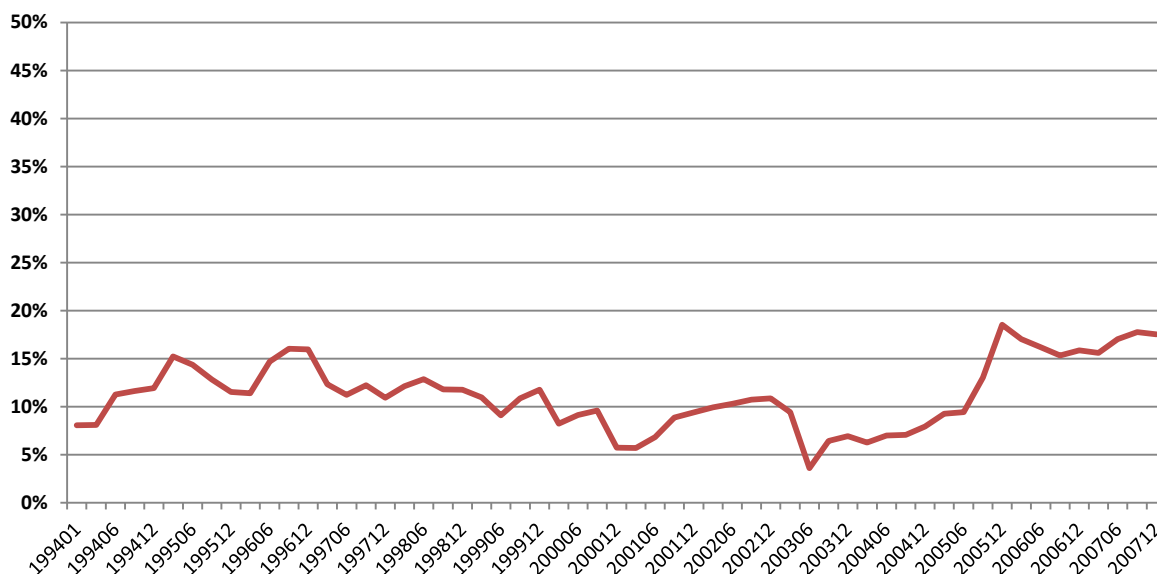
Noe som er veldig lavt sett i sammenheng med resten de andre rederiene notert i denne perioden.

### **7.3 Utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto**

Den foregående delen malte et relativt dystert bilde med tanke på hvorvidt rederier på Oslo Børs har klart å tiltrekke seg utenlandsk kapital. Selskapene på Oslo Børs samlet økte andelen investert via forvalterkonto fra 7.6 prosent ved starten av 1994 til 26.7 ved utgangen av 2007, kapittel 6 viste også at utenlandsk andel gjennom forvalterkonto økte for rederiene notert på Oslo Børs. Slik Rolf Sæther uttalte det, ønsket også Rederiforbundet at den utenlandske kapitalen skulle komme gjennom passive eiere og ikke gjennom aktive utenlandske eiere.

Figur 48 viser utviklingene i andelen utenlandske investeringer via forvalterkonto i perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto økte fra 8.08 prosent til 17.54 prosent i denne perioden. Selv om det var en økning blant de børsnoterte rederiene ser vi at økningen er lavere enn den økningen vi ser for selskapene på Oslo Børs samlet. Utviklingen viser en hurtig vekst ved starten av perioden, dette sammenfaller med perioden hvor man lettet på restriksjonene som gjelder utenlandske investorer i Norge. Deretter var det en nedgang frem til andre kvartal 2003. Dette sammenfaller med nedgangen i markedsverdi av alle de børsnoterte rederiene og kan også ses i sammenheng med nedgangen i kjent utenlandsk andel i den perioden. Fra andre kvartal 2003 til utgangen av 2007 økte andelen eid gjennom forvalterkonto fra 3,62 prosent til 17,54 prosent, dette må regnes som en markant oppgang i løpet av en kort periode.

Figur 48. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 1994-2007



To perioder skiller seg særlig ut som interessante for videre analyse, perioden med nedgang fra tredje kvartal 1996 til andre kvartal 2003 og perioden med sterk oppgang fra andre kvartal 2003 til utgangen av 2007.

### 7.3.1 Dalende interesse fra utenlandske institusjonelle investorer

1990-tallet og starten av 2000-tallet var innenfor skipsfart preget av lav avkastning på egenkapitalen som tidligere omtalt. I denne perioden var det også en sterk nedgang av antall rederier i utvalget, fra 31 rederier i 1994 til 22 rederier i andre kvartal 2003.

Kjent utenlandsk eierandel i denne perioden var som tidligere nevnt preget av oppkjøp fra utenlandske investorer. Det er derfor naturlig å anta at det også har hatt en viss innvirkning på utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto. Jeg har valgt ut to rederi som er særlig interessante, NCL Holding og Bergesen ASA, både fordi de var store rederier, hadde stor aksjonærbase og fordi de ble kjøpt opp uten at de direkte ville det selv. Tabell 10 viser markedsdata for rederiene ved avnotering. Begge rederiene hadde høy markedsverdi og utgjorde en stor andel av de børsnoterte rederiene ved avnotering. En nærmere analyse av rederiene siste kvartal før avnotering viser at begge potensielt kan ha hatt stor innvirkning på hvordan man tolker andel eid gjennom forvalterkonto. Dette fordi rederiene da hadde en veldig lav andel eid gjennom forvalterkonto fordi tilnærmet 100 prosent av aksjene var eid av en kjent utenlandsk investor. Begge rederiene stod for en høy andel av total markedsverdi

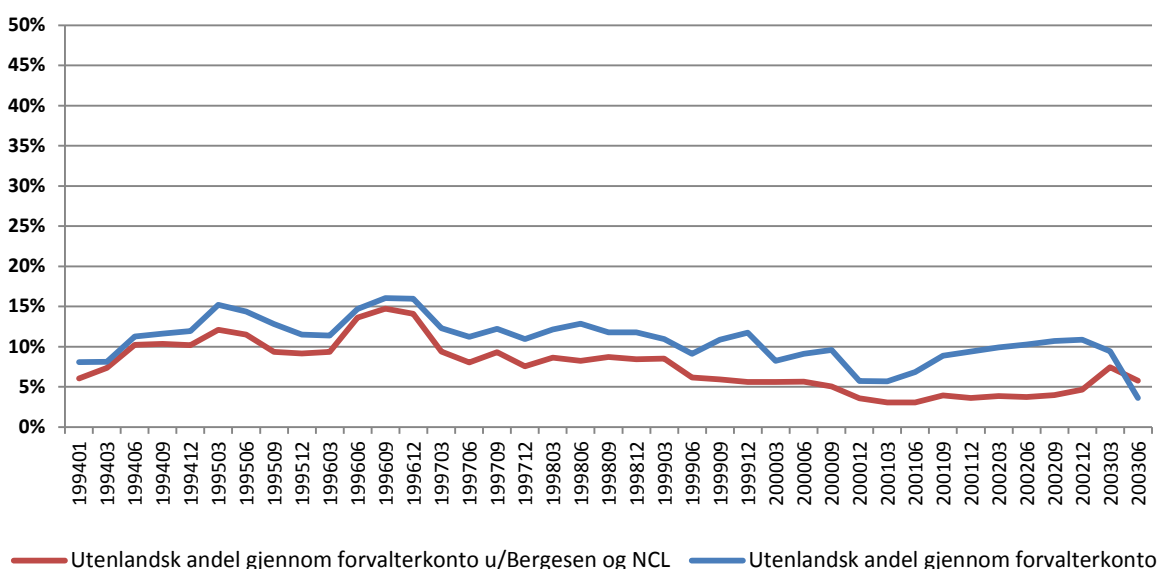
for rederiene og dermed vil dette trekke ned det verdivektede gjennomsnittet eid gjennom forvalterkonto.

**Tabell 10. Norwegian Cruise Lines og Bergesen avnoteringsinformasjon**

Rederi	Avnoteringsdato	Markedsverdi ved avnotering	Andel av total markedsverdi ved avnotering	Utenlandsk andel gjennom forvalterkonto ved avnotering
NCL Holding	20.12.2000	6 154 000 000	13.49 %	3.71 %
Bergesen	31.07.2003	10 160 000 000	37.30 %	0 %

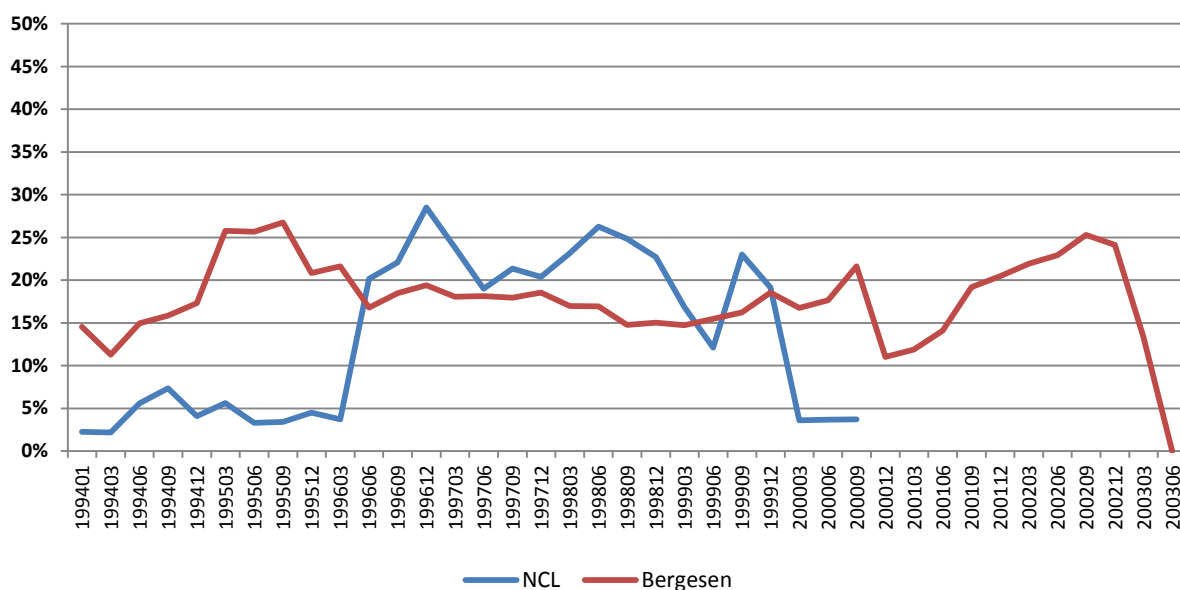
Figur 49 viser at selv om man tar bort NCL Holding og Bergesen vil det faktisk ikke utgjøre store forskjeller på utviklingen til andelen som er eid gjennom forvalterkonto. Denne figuren viser igjen en interessant periode rundt 1996, hvor det var en ganske kraftig økning i utenlandsk andel gjennom forvalterkonto. Denne økningen skyldtes nesten utelukkende at Leif Höegh & Co hadde en økning fra 2,97 prosent ved starten av 1996 til 28,08 prosent ved slutten av 1996, for så å falle til 4,4 prosent i 1997. I denne perioden stod Leif Höegh & Co for i underkant av 10 prosent av den samlede markedsverdien til alle de børsnoterte rederiene. Hvorvidt denne endringen skyldtes en strategisk oppkjøper som posisjonerte seg i rederiet for så å trekke seg ut eller om det skyldtes Leif Höegh & Co sine oppkjøpsaktiviteter har jeg ikke klart å finne et fornuftig svar på.

**Figur 49. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto u/ BGS og NCL, 1994-2003(2.kv.)**



Figur 50 viser utenlandsk andel gjennom forvalterkonto for NCL og Bergesen inn mot avnotering. Figuren viser at det er økt aktivitet i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i begge rederiene forut for oppkjøpene. Sohmen-familien begynte trolig fra rundt 2000 å kjøpe seg opp i Bergesen gjennom forvalterkonto. De flagget en andel på over 10 prosent 26.4.2002, ledelsen i Bergesen hadde da sett forvalterkontoen fra HSBC øke jevnt og trutt over de siste årene, men uttaler at det kom som en overraskelse at det var Sohmen-familien som stod bak posten (Lange, Hongkong-reder tar grep i Bergesen 2002). I NCL Holding var situasjonen litt annerledes, først hadde rederiet en situasjon der Morgan Grenfell fondet, 29.11.1996 nærmet seg 20 prosent eierandel (Strømmen 1996). De kjøpte seg opp i rederiet over en liten periode etter at de tidligere hadde kjøpt opp obligasjonslånet som hindret NCL fra å gå konkurs. Perioden etter dette var preget av stadige oppkjøpsrykter og mye var uavklart rundt rederiet. Dette kan være noe av årsaken til den store andelen utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto vi ser i frem mot avnotering.

Figur 50. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto BGS og NCL, 1994-2003(2.kv.)



Selv om oppkjøpene nok har hatt en potensiell innvirkning på bilde i denne perioden er trolig en viktigere årsak til at utviklingen har vært slik at utenlandske institusjonelle investorer investerer etter en momentum strategi. Som tidligere nevnt har en stor andel av moderne forskning på investoradferden til utenlandske institusjonelle investorer konkludert med at de følger en momentum strategi som følge av dårlig informasjon. Denne perioden var som sagt

preget av at avkastningen på børsnoterte shippingaksjer var svært dårlig og det er derfor naturlig å tro at utenlandske institusjonelle investorer vektet seg ned i shipping fordi avkastningen var såpass dårlig, og vektet seg opp i andre sektorer. Dette bekreftes hvis man ser på tallene fra Døskeland og Mjøs (2008) hvor de illustrerer at for Oslo Børs samlet sett var andelen eid gjennom forvalterkonto over 15 prosent over hele perioden. Både gjennomsnittlig markedsverdi og eierkonsentrasjon har ingen klar negativ trend i denne perioden, og jeg ser dermed bort fra disse to variablene som forklaring på den negative veksten i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto. Derfor velger jeg å konkludere med at en av årsakene til at det er en lav andel eid av utenlandske investorer gjennom forvalterkonto i denne perioden trolig skyldes at shipping aksjer gav dårlig avkastning.<sup>58</sup> Dette er derimot noe som trenger en nærmere analyse, men dette ligger utenfor formålet til dette arbeidsnotatet.

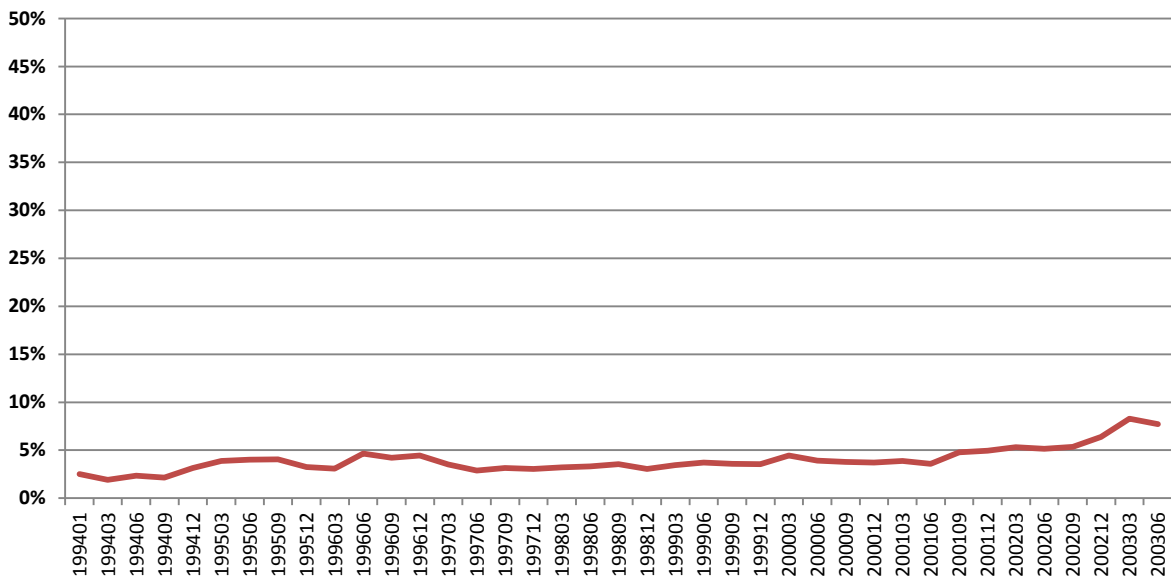
#### **7.3.1.1 Rederier som var notert hele perioden**

Figur 51 viser utviklingen i eierskap gjennom forvalterkonto i de 13 rederiene som var notert på børsen hele perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Frem til andre kvartal 2003 var det relativt liten interesse blant utenlandske investorer gjennom forvalterkonto for disse rederiene. Helt frem mot slutten av 2001 lå utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto under 5 prosent, og dette må sies å være svært lavt. Derimot er det en liten økning mot slutten av perioden, noe som sammenfaller med et noe bedre aksje- og fraktmarked.

---

<sup>58</sup> Dette er basert på et fåtall kilder og omhandler shippingaksjer generelt og omhandler ikke de børsnoterte rederiene i mitt utvalg spesielt ettersom dette er utenfor dette arbeidsnotatets formål. Jeg anbefaler som videre analyse at man ser på sammenhengen mellom utenlandsk eierandel og avkastning i de børsnoterte rederiene i denne perioden for at man gjennom det kan få et klarere svar på hvilken innvirkning momentumstrategi har i de børsnoterte rederiene.

Figur 51. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto rederi notert hele perioden

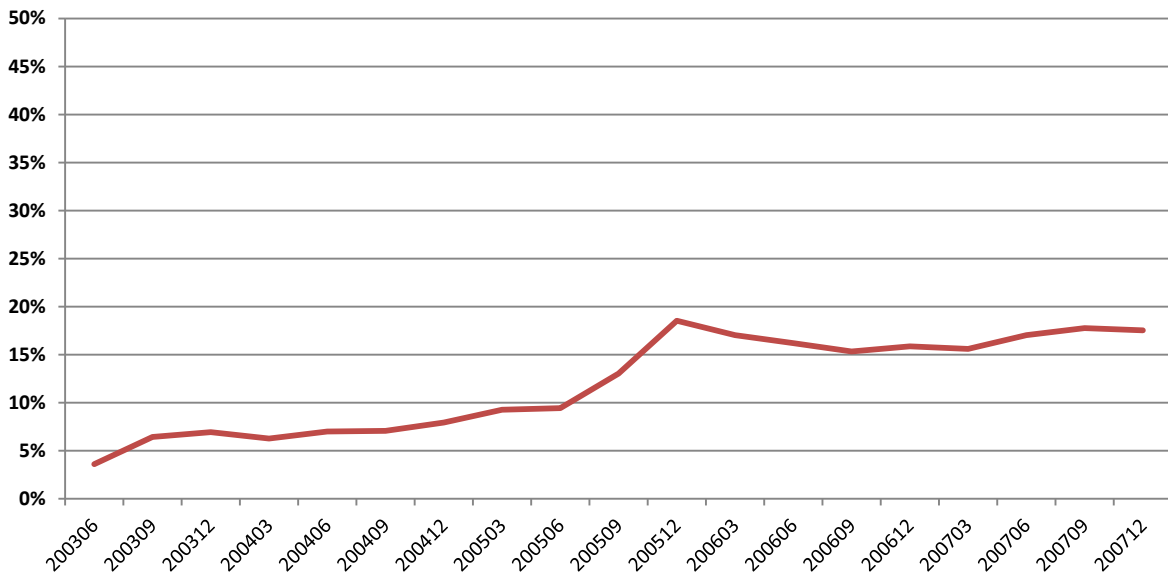


Dette bekrefter igjen at det var en svært lav utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i perioden frem mot midten av 2003. Og det er også trolig at grunnen er at utenlandske investorer følger en momentum strategi. Ser man på vedlegg 10 kan dette til en viss grad bekreftes av den horisontale utviklingen i aksjekursen til ni av rederiene som var notert hele perioden.

### 7.3.2 "Fra deepsea til offshore"

Fra andre kvartal 2003 til utgangen av 2007 var det sterk vekst i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto. Figur 52 viser utviklingen fra andre kvartal 2003 til utgangen av 2007. Utenlandsk eierandel gjennomforvalterkonto økte fra 3,62 prosent til 17,54 prosent i løpet av denne perioden.

Figur 52. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 2003(2.kv.)-2007



Denne perioden var preget av flere nysoteringer. Vedlegg 6 og 7 viser det samme stillbilde som vedlegg 4 og 5 men viser andel eid gjennom forvalterkonto fremfor kjent utenlandsk andel. Mange av de nysoterte rederiene hadde ogs a en h y andel som var eid gjennom forvalterkonto ved utgangen av 2007. Rederiene som hadde en h y andel kjent utenlandsk eierskap ser ogs a ut til   ha en h y andel eid gjennom forvalterkonto. G r man mer i dybden p  de nysoterte rederiene kan man i tabell 11 se en oversikt over nysoteringene samt andelen som var eid gjennom forvalterkonto ved notering og ved periodens slutt. Flere av rederiene hadde en stor andel gjennom forvalterkonto ved notering. En trend i det norske aksjemarkedet er at meglerhusene i st rre grad henvender seg til st rre internasjonale institusjonelle investorer n r de skal b rsnotere et selskap.



**Tabell 11. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i rederier notert etter 2004**

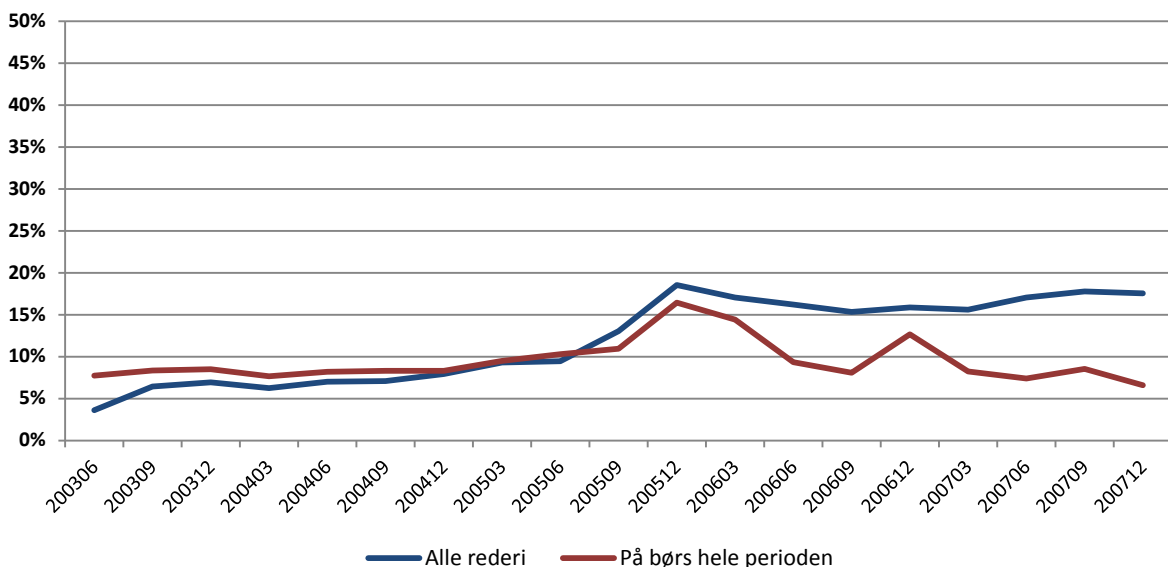
Rederi	Segment	Noteringsdato	MV 1.kv notert	MV 4.kv 2007	% av total MV 4.kv 2007	forv.kt. ved notering	forv.kt. 4.kv 2007
Camillo Eitzen	Deep Sea	28.06.2004	1 132 000 000	3 245 000 000	2.53 %	9.30 %	17.46 %
Golden Ocean Group	Deep Sea	15.12.2004	853 000 000	9 172 000 000	7.14 %	27.48 %	24.72 %
Wilson	Short Sea	17.03.2005	861 200 000	1 224 000 000	0.95 %	4.90 %	0.35 %
Havila Shipping	Offshore	24.05.2005	689 200 000	1 899 000 000	1.48 %	11.68 %	8.70 %
Eidesvik Offshore	Offshore	27.06.2005	1 515 000 000	1 590 000 000	1.24 %	6.90 %	4.95 %
Aker American Shipping	Deep Sea	11.07.2005	2 139 000 000	3 464 000 000	2.70 %	26.61 %	26.36 %
Subsea7	Offshore	22.07.2005	11 840 000 000	17 950 000 000	13.98 %	22.33 %	41.51 %
Siem Offshore	Offshore	12.08.2005	581 100 000	4 900 000 000	3.82 %	19.87 %	4.56 %
Deep Sea Supply	Offshore	15.09.2005	542 300 000	3 210 000 000	2.50 %	25.66 %	33.64 %
Eitzen Chemical	Deep Sea	02.11.2006	4 350 000 000	3 934 000 000	3.06 %	21.94 %	33.78 %
Rem Offshore	Offshore	30.03.2007	1 704 000 000	2 066 000 000	1.61 %	0.22 %	0.11 %
Ocean Heavylift	Deep Sea	04.05.2007	1 380 000 000	1 314 000 000	1.02 %	39.44 %	31.61 %
Dockwise	Deep Sea	02.10.2007	5 169 000 000	5 169 000 000	4.02 %	41.89 %	41.89 %

Figur 53 viser en oversikt over andel eid gjennom forvalterkonto over perioden fra tredje kvartal 2003 til utgangen av 2007 for disse rederiene. Andelen var sterkt økende i takt med at flere rederier ble notert. Og ved utgangen av 2007 var andelen eid gjennom forvalterkonto i disse rederiene 28,2 prosent.

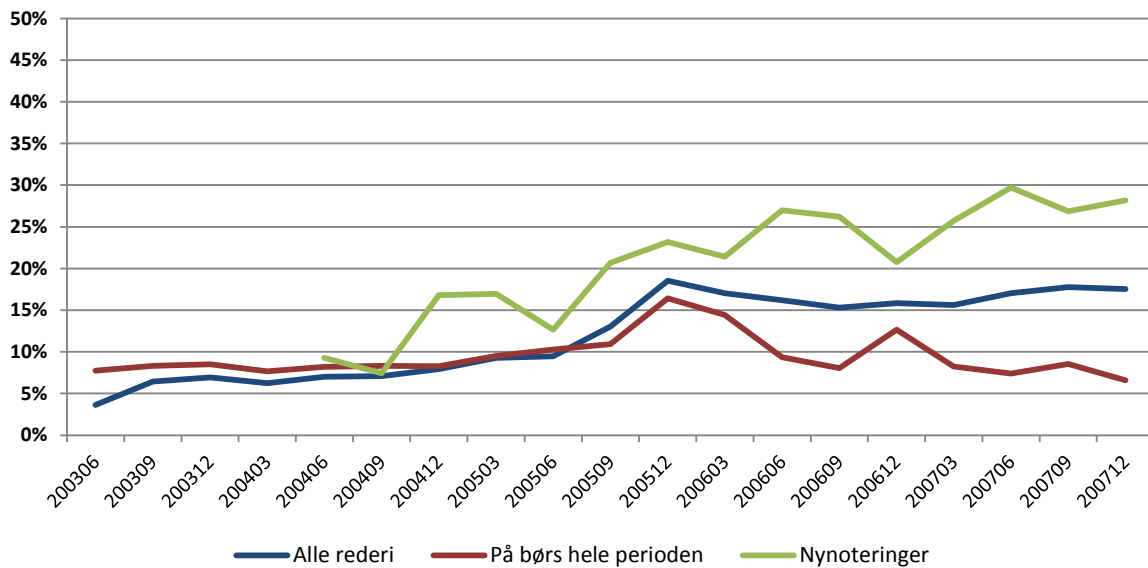
Figuren viser at det var klare nedganger etter noen av børsnoteringene. Ved en børsnotering er det ofte vanlig at meglerhusene/investeringsbankene garanterer for at de skal selge et visst antall aksjer. Disse aksjene kan ofte bli holdt på konto hos en tredjepart frem til endelig overdragelse finner sted. En av Europas største leverandører av slike tredjepartstjenester er tyske Clearstream. Et blikk på aksjonæroversiktene i de ulike rederiene som ble notert i denne perioden viser at Clearstream ofte figurerte på aksjonærlisten i en kort periode. Slik bruk av tredjepartstjenester ved børsnotering kan ha vært en av årsakene til disse nedgangene etter børsnoteringer, da aksjene trolig ble solgt til nordmenn etter å ha vært en kort periode på konto hos en utenlandsk tredjepart.

**Figur 53. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i rederier notert etter 2004**

Andelen eid gjennom forvalterkonto i rederiene som var notert hele perioden fulgte utviklingene til en samlet gruppe, men mot slutten av 2005 var det en nedgang i utenlandsk andel gjennom forvalterkonto i disse rederiene. Figur 54 viser utviklingen i utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto for hele utvalget og rederiene som var notert hele perioden. I figur 55 sammenlignes denne utviklingen med utviklingen i de rederiene som ble notert i samme periode. Blant de nyneterte rederiene var det en langt høyere andel eid gjennom forvalterkonto enn det var for rederiene som var notert hele perioden. Også hvis man sammenligner med hele utvalget, hadde de nyneterte rederiene en langt høyere andel.

**Figur 54. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto samlet og notert hele perioden, 2003(2.kv.)-2007**

Figur 55. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto m/justeringer, 2003(2.kv.)-2007



Det kan tyde på at investorer gjennom forvalterkonto foretrekker nye prosjekter fremfor etablerte rederi. Årsaken kan også være at de nymoterte rederiene var bedre til å markedsføre aksjen sin mot utenlandske investorer enn det de etablerte rederiene var, og at meglerhusene i emisjoner i større grad mot slutten av perioden fra 1994 til utgangen av 2007 fokuserer på utenlandske institusjonelle investorer. Blant rederiene som var på børs over hele perioden ble det ikke gjort emisjoner i perioden fra 2004 til 2007, dette kan også være grunnen til at det er en lavere utenlandsk andel i disse rederiene siden de ikke har hatt et prekært behov for å markedsføre rederiet mot nye investorer.<sup>59</sup>

### 7.3.3 Selskapsstørrelsens påvirkning på utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto

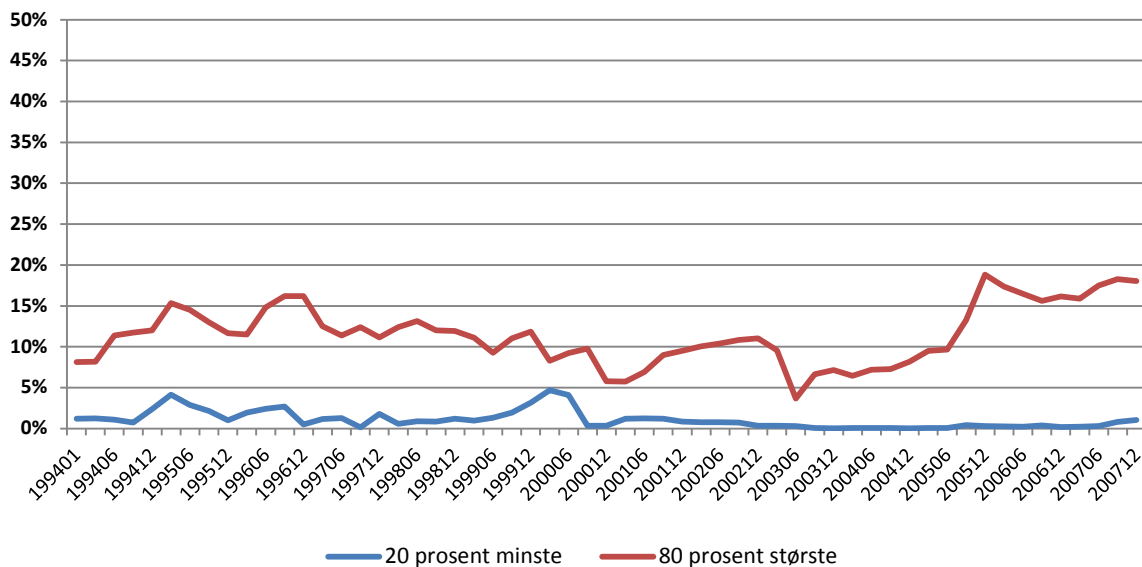
I kapittel 5 viste jeg at det er en sammenheng mellom selskapsstørrelsen målt i markedsverdi og andelen som er eid av utlendinger gjennom forvalterkonto. Som tidligere nevnt viser også forskning på utenlandsk investoradferd at størrelse målt i markedsverdi har en signifikant betydning på utenlandsk eierandel. Figur 30 viser forskjellen mellom et verdivektet gjennomsnitt av andelen som var eid av utlendinger gjennom forvalterkonto og et likevektet gjennomsnitt mellom rederiene over perioden. Dette tyder på at større rederier foretrekkes gjennom hele perioden.

Videre kan små selskaper deles inn etter rangering. Mest vanlig er at man regner de 20 prosent minste selskapene målt etter markedsverdi som små selskaper. Figur 56 viser en

<sup>59</sup> Med unntak av (krise) emisjonen i Green Reefers

oversikt over eierskap gjennom forvalterkonto som deler opp de 20 prosent minste og 80 prosent største rederiene. Utviklingen viser at utenlandske investorer gjennom forvalterkonto helt klart foretrakk de 80 prosent største rederiene fremfor de 20 prosent minste. Utenlandsk andel gjennom forvalterkonto i de 20 prosent minste rederiene var nærmest ikke-eksisterende. Dette er gjennom perioden rederier som er svært små og det er trolig at utenlandske institusjonelle investorer har svært lite informasjon og interesse for disse rederiene.<sup>60</sup>

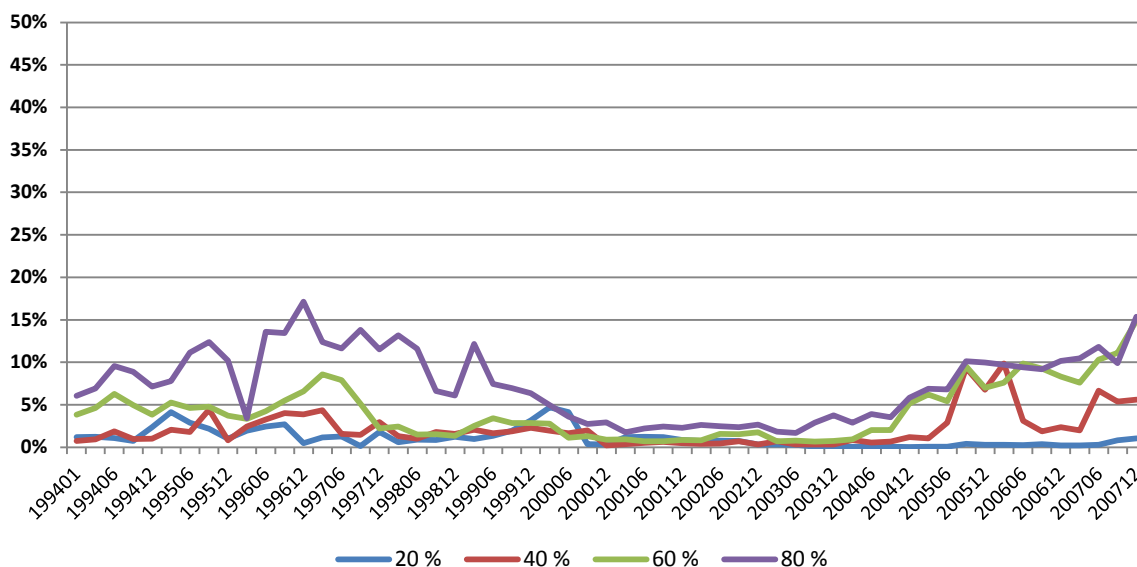
**Figur 56. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 20 % minste og 80 % største rederiene, 1994-2007**



Selv om 20 prosent er den vanligste definisjonen på små selskaper er det hensiktsmessig å se på hvordan fordelingen er hvis man bruker andre intervaller. Figur 57 viser utviklingen for fire ulike intervaller, små rederier blir regnet som de 20 prosent, 40 prosent, 60 prosent og 80 prosent minste rederiene over perioden. Denne figuren gir dermed et inntrykk av at størrelsen har en signifikant innvirkning på hvor stor andel utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto rederiene har. Det var generelt en veldig lav andel fra 2000 til 2004. Dette sammenfaller med at gjennomsnittlig markedsverdi per rederi i denne perioden synker. Dermed kan årsaken til denne nedgangen trolig være at rederiene er for små til at utenlandske institusjonelle investorer har interesse for dem. Dette kan også være et tegn på at det er generell størrelse og ikke størrelse relativt til andre selskaper innenfor samme sektor som er forklaringen på adferden til utenlandske institusjonelle investorer.

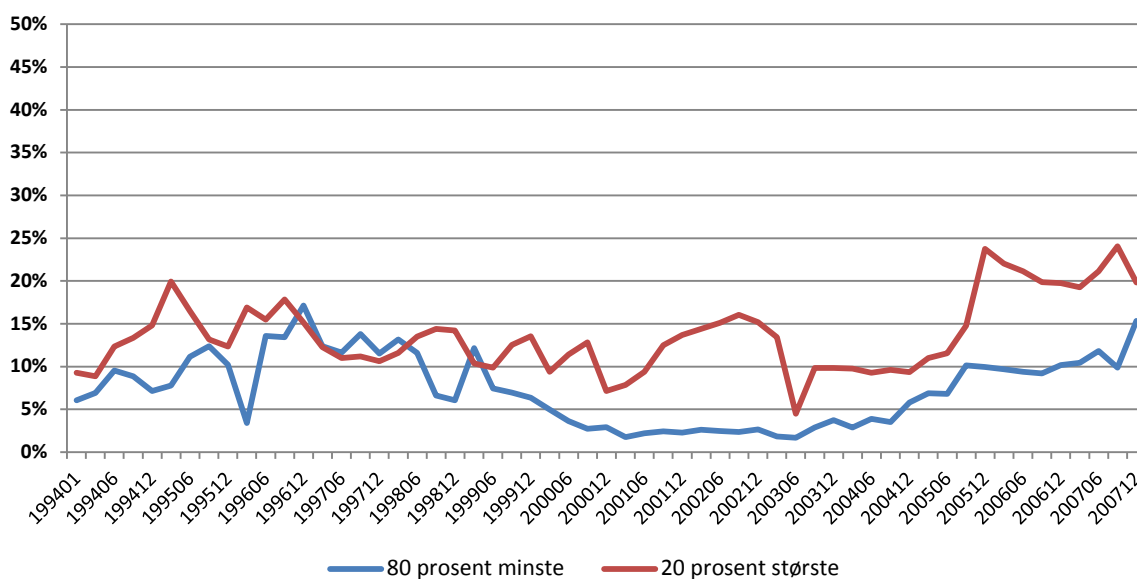
<sup>60</sup> En stor andel av disse rederiene er innenrikstransport rederiene, og rederier som også driver med annen virksomhet enn shipping, eks. Borgestad.

Figur 57. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto etter markedsverdi, 1994-2007



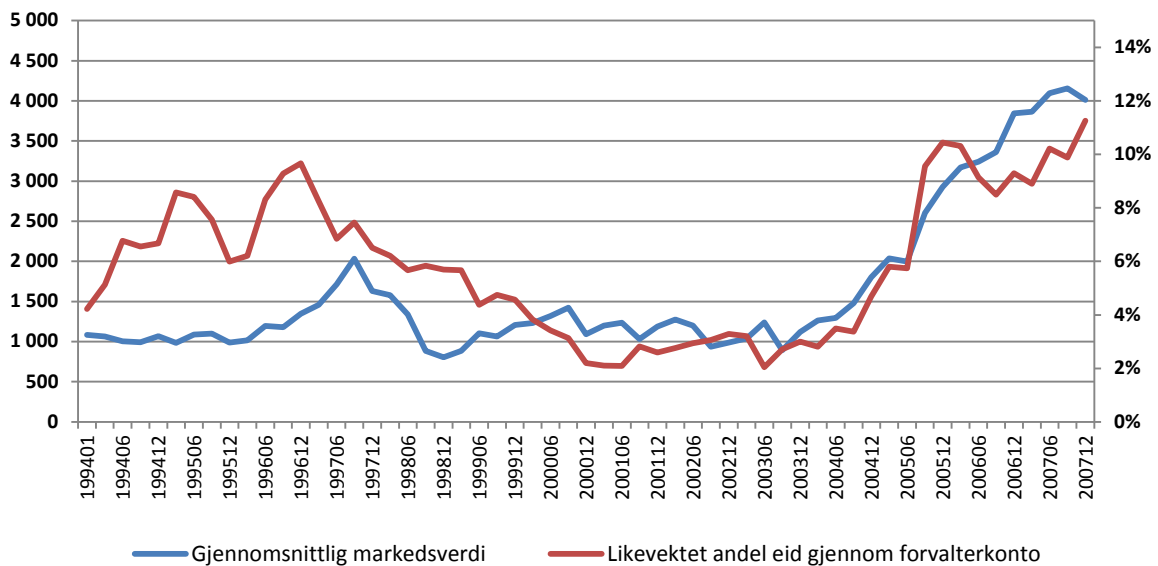
Dette eksemplet blir enda klarer hvis man ser på figur 58 som viser andelen eid gjennom forvalterkonto for de 20 prosent største rederiene og de 80 prosent minste rederiene. Det ser ut til at forskjellene ble større etter hvert som man kom lenger ut i perioden. Det kan se ut til at forskjellene var mindre frem til andre kvartal 1998 enn mot slutten av perioden. Det er også interessant å merke seg at det ser ut til at det var en jevnere utvikling blant de 80 prosent minste rederiene, mens man blant de 20 prosent største rederiene ser at enkelthendelser hadde større innvirkning på utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto.

Figur 58. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 80 % minste og 20 % største rederiene, 1994-2007



Denne analysen bekrefter at det er en klar sammenheng mellom størrelse målt etter markedsverdi og andelen som er eid av utenlandske investorer gjennom forvalterkonto. Dette sammenfaller med tidligere forskning, og er i så måte en konklusjon på at det også gjelder innenfor shipping. Utviklingen viser også at det trolig ikke er størrelsen målt i forhold til andre shippingselskap men generell størrelsen som har største betydning. Figur 59 viser en oversikt over utviklingen i gjennomsnittlig markedsverdi per rederi, og likevektet utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto som viser denne sammenhengen. Andelen eid gjennom forvalterkonto ser ut til å følge gjennomsnittlig markedsverdi, spesielt ser vi dette mot slutten av perioden.

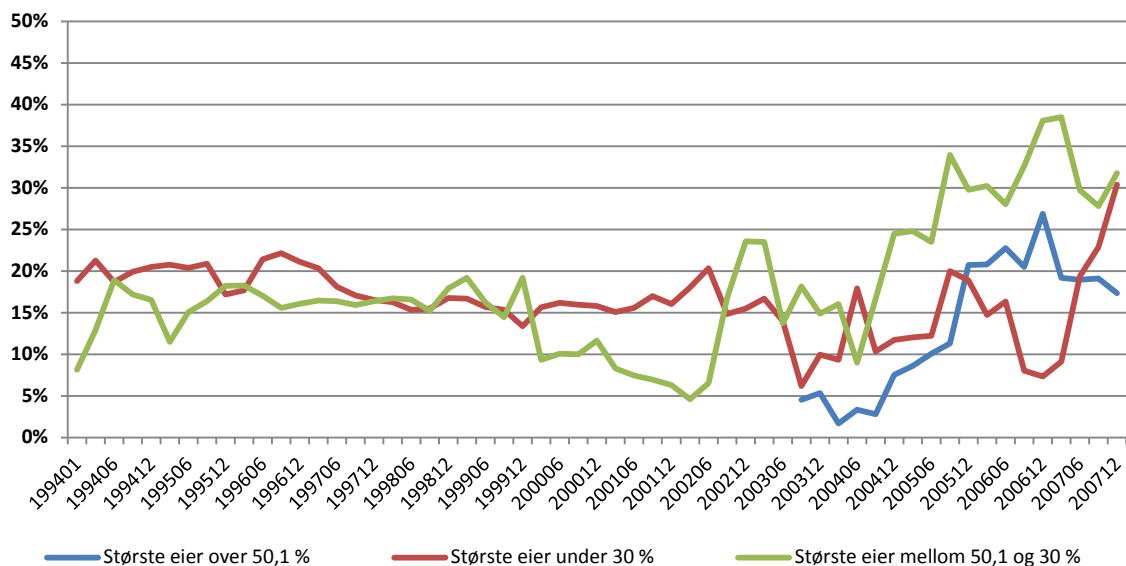
**Figur 59. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto vs. gjennomsnittlig markedsverdi, 1994-2007**



### 7.3.4 Eierkonsentrasjonens påvirkning på utenlandsk andel eid gjennom forvalterkonto

Forskning viser at utenlandske institusjonelle investorer foretrekker selskap med lav eierkonsentrasjon. Figur 60 viser utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto i rederier med hvor største eier hadde under 30 prosent, mellom 30 og 50,1 prosent og over 50,1 prosent. På grunn av oppkjøpsperioden og et relativt lite selskapsutvalg før tredje kvartal 2003 starter ikke grafen før etter tredje kvartal 2003 for største eier over 50,1 prosent. Mot slutten av perioden var det størst eierandel gjennom forvalterkonto i de rederiene hvor største eier hadde mellom 30 og 50,1 prosent av aksjene.

Figur 60. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto fordelt på største eiers andel, 1994-2007



Tabell 12 gir en årlig oversikt over likevektet gjennomsnittlig utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto fordelt på de ulike eierkonsentrasjonene. I første del av perioden var det uvanlig at største eier holdt mer enn 50,1 prosent av aksjene. Mot slutten av perioden var det hele 11 rederier hvor største eier holdt en andel over 50,1 prosent. Det var en motsatt utvikling blant eierne som holdt under 30 prosent. Før oppkjøpsperioden var det overvekt av rederier hvor største eier holdt under 30 prosent, mens etter oppkjøpsperioden var det en undervekt av rederier hvor største eier har under 30 prosent eierandel. Denne oversikten kan i noen grad forklare alle oppkjøpene i midten av perioden. Andelene free-float aksjer var langt større i perioden før oppkjøpene enn i perioden etter oppkjøpene. Dette gjorde at de var enklere for en oppkjøper å få en betydelig posisjon i rederiet uten at man forhandlet med største eier. Etter oppkjøpsperioden kan det se ut til at største eier ønsker å holde en

kontrollerende andel i rederiene, dette kan være et tegn på at man ønsker å beskytte seg mot oppkjøpere.

**Tabell 12. Oversikt over største eiers andel, 1994 til 2007**

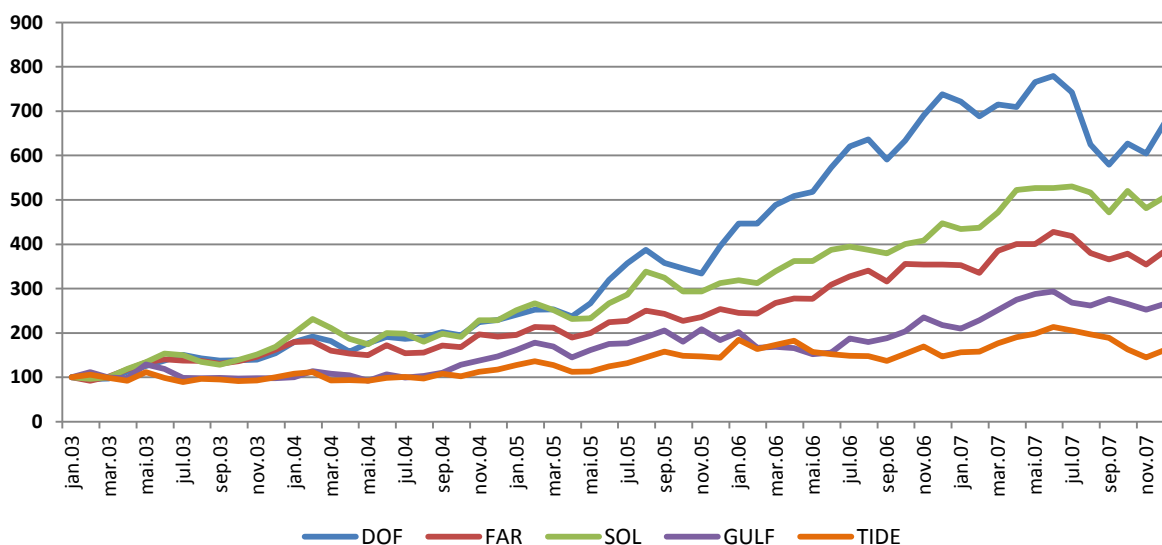
	Over 50,1 %	N	Under 30 %	N	Mellom 50,1 og 30 %	N
1993	0.85	1	0.19	19	0.08	11
1994	0.93	1	0.20	23	0.17	10
1995	0.46	2	0.17	20	0.18	13
1996	0.01	1	0.21	20	0.16	12
1997	0.16	7	0.17	21	0.16	10
1998	0.02	8	0.17	22	0.18	10
1999	0.01	3	0.13	19	0.19	13
2000	0.00	3	0.16	18	0.12	9
2001	0.01	2	0.16	14	0.06	8
2002	0.04	6	0.16	10	0.24	8
2003	0.05	5	0.10	7	0.15	7
2004	0.08	5	0.12	7	0.25	9
2005	0.21	9	0.19	8	0.30	12
2006	0.27	11	0.07	8	0.38	11
2007	0.17	11	0.30	8	0.32	13

Betydningen av eierkonsentrasjon er noe uklar for de børsnoterte rederiene, men det er trolig at eierkonsentrasjon har noe innvirkning. Det virker som at utenlandske institusjonelle investorer foretrekker at største eier har en eierandel mellom 50,1 prosent og 30 prosent. Men det som er mest interessant å få ut av denne oversikten er at største eier har en langt større andel mot slutten av perioden enn fra starten av perioden, og at den lave andelen største eier hadde mot starten av perioden kan være noe av årsaken til oppkjøpsperioden.



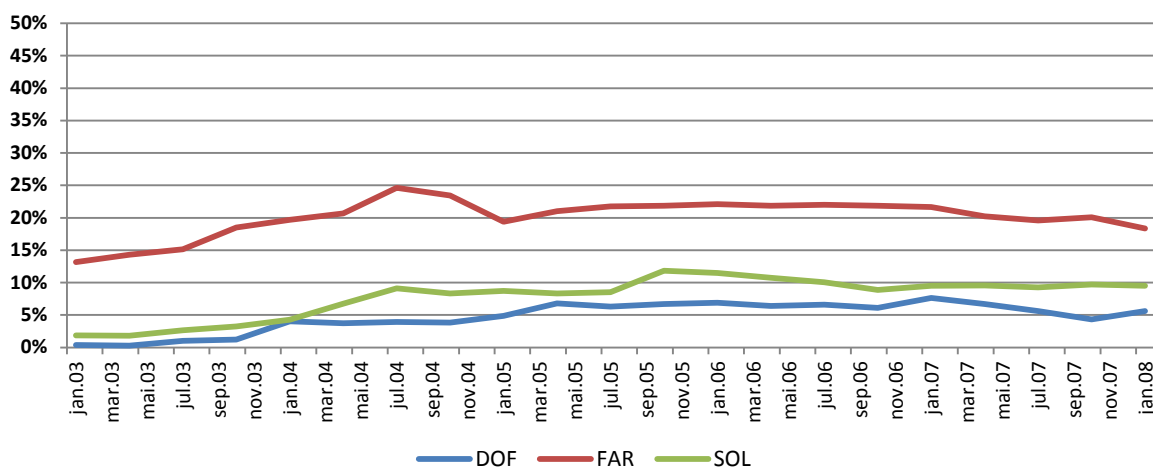
#### **7.4 DOF, Solstad og Farstad**

Etter at norsk shipping lå nede med brukken rygg mot slutten av 2003 var det en stor vekst frem til utgangen av 2007. Denne veksten sammenfaller med en dreining fra de tradisjonelle deepsea-rederiene til rederier som er fokusert inn mot offshorenæringen. Spesielt har norske supply-rederier hatt en stor fremgang i denne perioden. Dette sammenfaller naturlig nok med en sterk økning i oljeprisen i denne perioden og økt lete- og boreaktivitet fra oljeselskapene. Jeg har valgt ut tre rederier som gjorde det bra i perioden og som hadde trekk ved sin eierstruktur som er interessante for nærmere analyse. Rederiene er Solstad Offshore ASA, Farstad Shipping ASA og DOF ASA. Figur 61 sammenligner utviklingen til disse tre rederiene med deres amerikanske konkurrenter Gulfmark og Tidewater. Alle rederiene er indekserte til 100 ved starten av 2003 og viser aksjenes avkastning relativt til hverandre i perioden. De tre norske rederienes aksjer hadde i perioden en klart bedre utvikling enn sine amerikanske konkurrenter. Det som kjennetegner de norske rederiene i forhold til sine amerikanske konkurrenter er at de alle har satsset på store nybyggingsprogram og har i dag (2011) noen av verdens mest moderne offshore supply skip. De amerikanske rederiene har vært noe mer restriktive med sine investeringer, og har trolig blitt straffet av aksjemarkedet på grunn av dette. Dette bekreftes av Kristiansen (2010) som peker på flere grunner til at norske offshore-rederier har gjort det bedre enn sine konkurrenter. Blant annet har norske rederier hatt en større vekstvilje, vilje til å investere i nye skipstyper, større mulighet for finansiering av nybygg og større vilje til å skrape gamle skip. Dette har gjort at norske offshore-rederier har levert en solid avkastning over denne perioden. Norske offshore-rederier har også hatt en langt høyere vilje til å bruke gjeld i sin kapitalstruktur, kanskje spesielt sammenlignet med sine amerikanske konkurrenter.

Figur 61. Børsutvikling, DOF, SOL, FAR, GULF og TIDE, 2003-2007<sup>61</sup>

Disse tre rederiene er relativt like i utforming samtidig som de har hatt en relativt lik utvikling i perioden. Farstad Shipping har dog vært notert lenger på Oslo Børs enn Solstad og DOF. Men allikevel vil man tro at eierstrukturen i disse rederiene når det kommer til utenlandske investorer var nokså lik. Grunnen til at jeg ser på disse rederiene spesifikt er at hvis det var forskjeller i utenlandsk eierandel kan disse forhåpentligvis forklares gjennom implisitte barrierer. Figur 62 viser totalt utenlandsk eierskap i disse tre rederiene over perioden. Farstad hadde en klart høyere utenlandsk eierandel enn sine to konkurrenter. Utviklingen fra 2005 til 2007 var relativt jevn for alle tre rederiene.

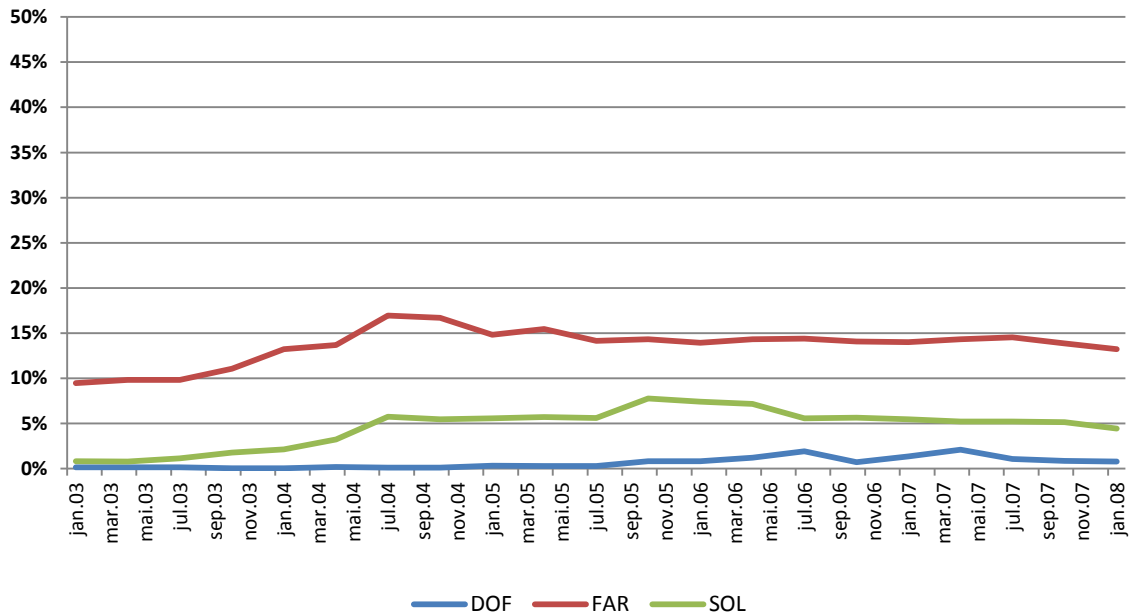
Figur 62. Total utenlandsk eierandel, DOF, FAR og SOL, 2003-2007



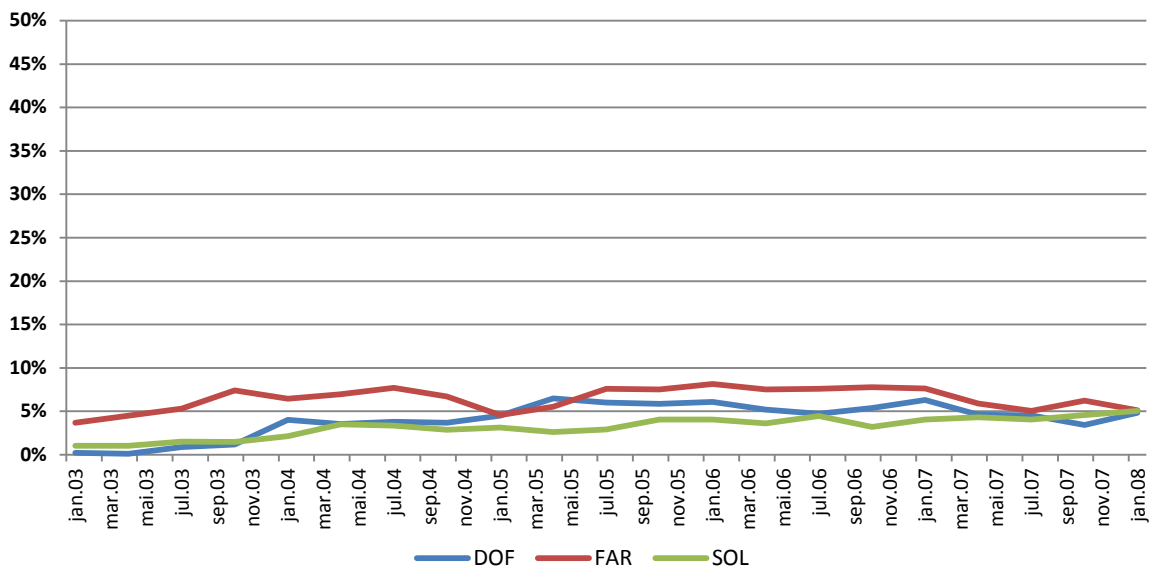
<sup>61</sup> Data er hentet fra yahoo.finance, kursene er utbyttejustert, selskapene er indeksert til 100 ved starten av perioden. Grunnen til at yahoo.finance er brukt fremfor f.eks Datastream er at yahoo.finance leverer utbyttejusterte aksjekurser, noe som gjør databearbeidingen enklere. Yahoo.finance får sine data om norske selskaper fra SIX Telekurs, og om amerikanske selskaper direkte fra de amerikanske børsene.

Figur 63 og figur 64 viser henholdsvis kjent utenlandsk eierskap og utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto. Bilde som blir vist her forteller at de store forskjellene lå i kjent utenlandsk eierskap og ikke i utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto, selv om det også var forskjeller i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto.

**Figur 63. Kjent utenlandsk eierandel, DOF, FAR og SOL, 2003-2007**



**Figur 64. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, DOF, FAR og SOL, 2003-2007**

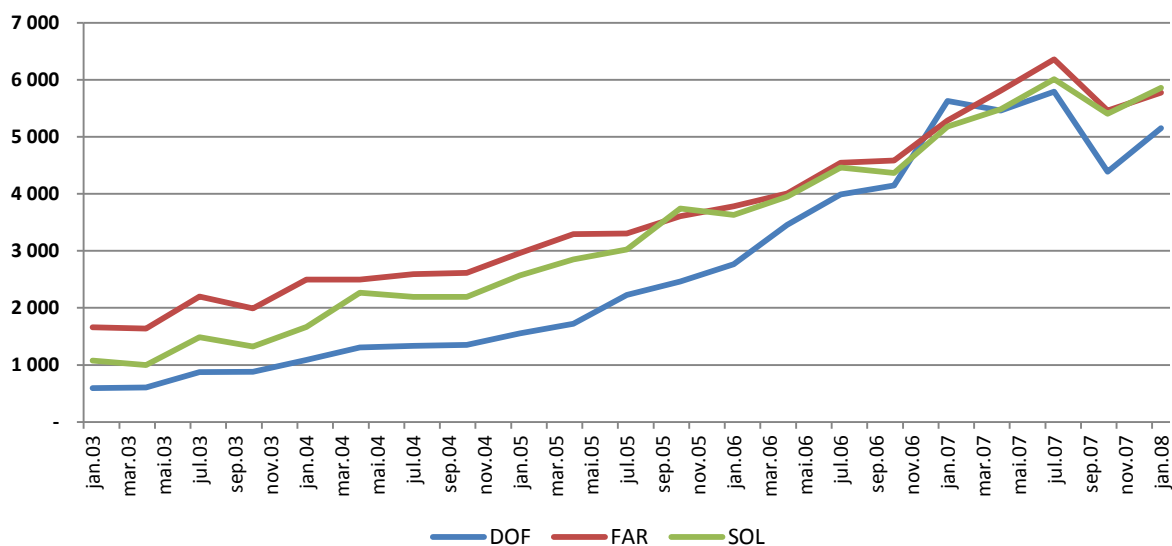


I kapittel 3 nevnte jeg noen ulike grunner til utenlandske investorers adferd. Jeg vil derfor sammenligne resultatene av tidligere forskning på data for disse tre rederiene.

- *Utenlandske investorer foretrekker større selskap målt etter markedsverdi*

Figur 65 viser markedsverdien til de tre rederiene. Farstad var det største rederiet fulgt av Solstad og DOF i starten, før alle tre rederiene nærmer seg hverandre mot slutten av perioden. Dette kan være noe av grunnen til at DOF hadde lite kjent utenlandsk eierskap i perioden, mens Solstad og Farstad hadde større andel. Men ser vi på andel eid av utenlandske investorer gjennom forvalterkonto ser vi at DOF stort sett hadde en større andel eid gjennom forvalterkonto enn det Solstad hadde, selv om Solstad gjennom perioden stort sett hadde en høyere markedsverdi enn DOF. Farstad som var det største rederiet over mer eller mindre hele perioden hadde den klart største andelen eid av utenlandske investorer, både kjente og gjennom forvalterkonto. Med dette som bakgrunn er det vanskelig å peke på at størrelse målt i markedsverdi hadde noen signifikant innvirkning på utenlandsk eierandel i disse tre rederiene over denne perioden.

Figur 65. Markedsverdiutviklingen DOF, FAR og SOL, 2003-2007

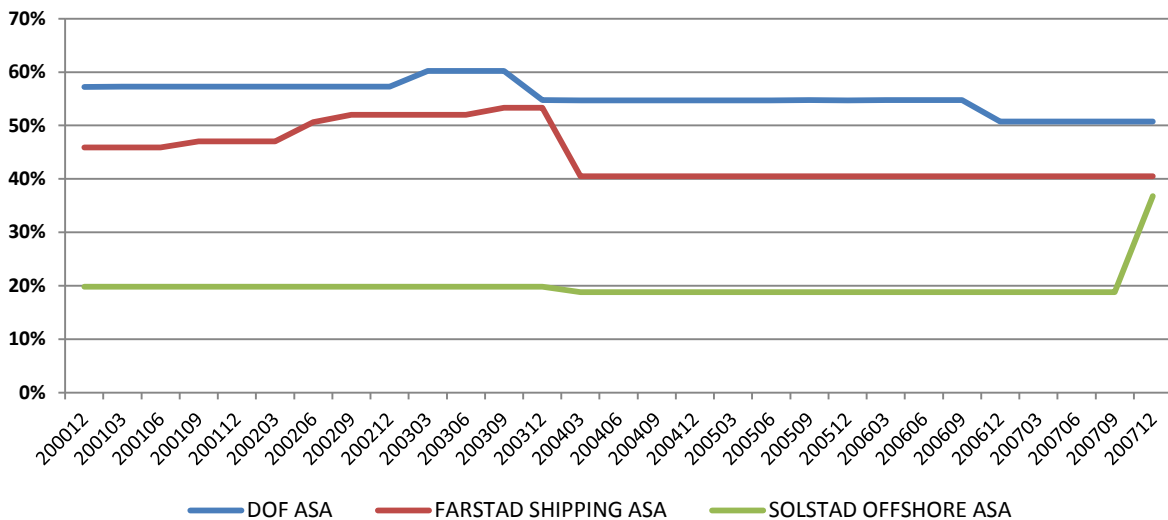


- *Utenlandske investorer foretrekker selskaper med lav eierkonsentrasjon*

Figur 66 viser største eiers andel i de tre rederiene. DOF hadde den høyeste eierkonsentrasjonen hvor største eier hadde over 50,1 prosent hele perioden. Dette kan være en av årsakene til at DOF hadde en lav utenlandsk eierandel. Solstad hadde den laveste eierkonsentrasjonen av de tre rederiene, men bildet lyver litt ettersom største eier også var

nest største eier, og reelt lå nok eierkonsentrasjonen rundt 50 prosent også i Solstad. I Farstad hadde største eier kun i en kort periode en eierandel over 50,1 prosent. Eierkonsentrasjon kan derfor være en viktig forklaring på utenlandsk eierskap i disse rederiene.

Figur 66. Største eiers andel, DOF, FAR og SOL, 2003-2007



- *Utenlandske investorer foretrekker selskaper som er godt kjent*

Farstad er det rederiet som har vært børsnotert lengst, og i så måte burde være det best kjente rederiet, og dermed trolig en av grunnene til at de har en høyere utenlandsk eierandel.

- *Utenlandske investorer følger en momentumstrategi*

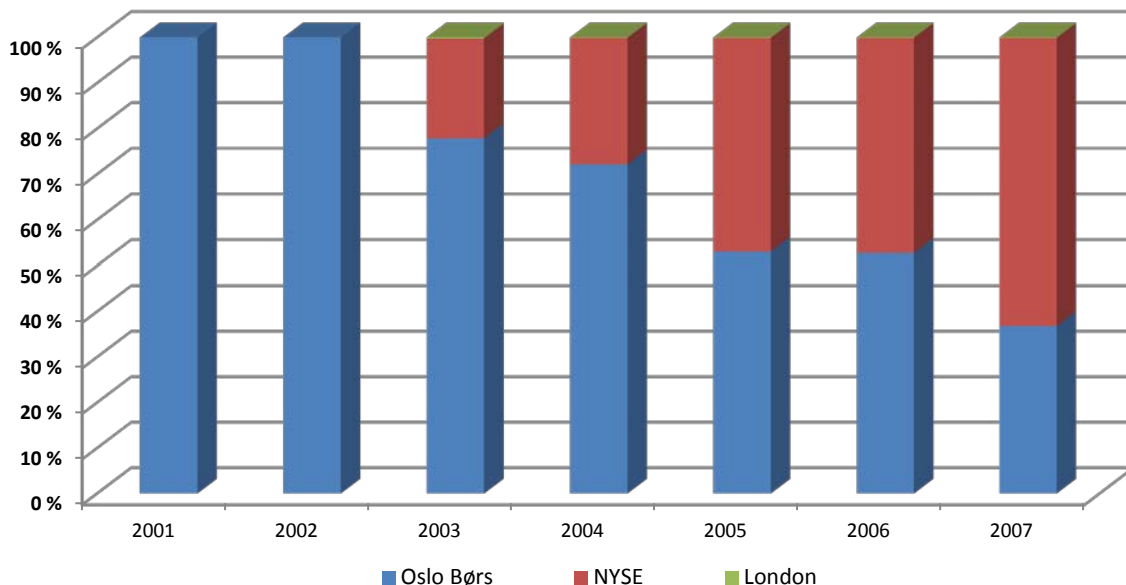
Ser vi på børsutviklingen til de tre rederiene ser vi at DOF, etterfulgt Solstad har den beste utviklingen i perioden. Hadde utenlandske investorer utelukkende fulgt en momentum strategi ville vi sett en høyere andel utenlandsk eierskap i disse to rederiene enn i Farstad. Bilde er faktisk snudd på hodet hvor rederiet med relativt sett dårligst utvikling er det som har høyest andel utenlandsk eierskap.

Alt i alt kan det virke som om det først og fremst er eierkonsentrasjonen som best forklarer forskjellene i utenlandsk eierskap mellom disse rederiene. De andre variablene gir ingen klare svar som har sammenheng med tidligere forskning.

## 7.5 Frontline

Frontline LTD er et rederi som har sine røtter tilbake til det gamle svenske rederiet Frontline AB, som var listet på Stockholm børsen fra 1989 til 1997. I 1996 ble John Fredriksen største eier. I 1997 ble det bestemt at eierselskapet skulle flyttes til Bermuda, mens aksjen skulle bli listet på Oslo Børs.<sup>62</sup> Frontline ble etter hvert et av verdens største tankrederier gjennom en serie av oppkjøp og nybygginger. Sensommeren 2001 ble Frontline notert på NYSE, noe rederiet så på som en nødvendighet for videre vekst. Styreformann Fredriksen uttalte: *“Godkjennelsen for børsnotering av våre ordinære aksjer på New York Stock Exchange vil være et betydelig steg mot styrking av likviditeten i markedet for våre aksjonærer. Vi ser frem til å slutte oss til andre modne, suksessfulle selskaper på New York-børsen”*.<sup>63</sup> På dette tidspunktet var Frontline-aksjen kun omsatt på Oslo Børs, men noteringen og kommentaren fra Fredriksen indikerer at rederiet tror noteringen på NYSE vil gi en større omsetning enn det Oslo Børs klarer å levere. Figur 67 viser en oversikt over omsetningen i Frontline aksjen fordelt på de tre børsene Frontline er notert. Ut fra denne figuren ser man at New York ble et stadig viktigere marked for Frontline aksjen utover i perioden. I 2007 ble bare 36,85 prosent av de omsatte aksjene i Frontline handlet gjennom Oslo Børs.

Figur 67. Oversikt over de ulike børsenes andel av omsetningen i Frontline aksjen, 2001-2007



<sup>62</sup> Mer om forhistorien til Frontline finnes i boken "Stockholmsrederierna" (Lennerfors 2009).

<sup>63</sup> (Usignert, John Fredriksen inntar New York 2001).

Tabell 13 viser en oversikt over største eier, Hemen Holding, sin eierandel i Frontline. Mot slutten av perioden selger Hemen seg betydelig ned i Frontline, og har bare en eierandel på 10,17 prosent ved utgangen av 2007.

**Tabell 13. Hemen Holdings eierandel i Frontline, 2001-2007**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Hemen Holding	37.68 %	45.88 %	47.73 %	34.85 %	32.05 %	22.60 %	10.17 %

Tabell 14 er en oversikt over norske aksjonærers andel blant de 20 største aksjonærene i Frontline. Hovedsakelig har norske fond preget aksjonærlisten, men også Rasmussengruppen var inne som 10. største eier i en periode i 2002. Foruten det er det en veldig lav andel norske investorer blant de 20 største aksjonærene. Dette er også et tegn på at noteringen i New York har gjort Frontline til et stadig mindre norsk rederi.

**Tabell 14. 20 største aksjonærers andel og norsk andel blant 20 største aksjonærer, 2001-2007**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Norsk andel blant de 20 største eierne	4.73 %	5.97 %	0.63 %	0.00 %	0.00 %	0.00 %	1.07 %
20 største eieres andel av total	84.75 %	74.84 %	73.36 %	62.96 %	68.20 %	63.68 %	62.64 %

Disse tallene tyder på at Frontline har oppnådd sitt mål om en mer diversifisert aksjonærbase ved å notere seg i New York i tillegg til Oslo. Forskning viser også at de selskapene som er notert på utenlandske børser har en høyere andel utenlandsk eierskap enn selskaper som bare er notert på den hjemlige børsen, dette blir bekreftet hvis man sammenligner Frontline med de rederiene som bare var notert på Oslo Børs i perioden. Det kan altså tyde på at selskaper som er delregistrerte på utenlandske børser har en høyere utenlandsk eierandel enn selskaper som bare er notert på den hjemlige børsen.

## 8. Oppsummering

Utgangspunktet for dette arbeidsnotatet var å analysere enkelte aspekter ved utviklingen i børsnoterte rederier fra starten av 1994 til utgangen av 2007. Informasjon om alle rederiene ble samlet i en omfattende database som dannet grunnlaget for den videre analysen. Vedlegg 9 viser en oversikt over strukturen i databasen. En slik innsamling av informasjon om rederiene notert på Oslo Børs er ikke tidligere blitt foretatt på en slik omfattende måte og jeg mener derfor at dette er notatets første viktige bidrag til rederinæringen og forskningen. En oversikt over rederiene i databasen med markedsinformasjon er samlet i vedlegg 8. Gode fremtidige supplement til denne databasen er etter min mening informasjon om gjeldsgrad, avkastning og utbytte. Dette representerer manglene i databasen slik den nå fremstår.

Kapittel 5 og 6 gir en omfattende oversikt over markedsutviklingen og eierstrukturen i rederiene notert på Oslo Børs, og gir et godt svar på min første problemstilling. Økningen i utenlandsk eierandel for rederiene er tilnærmet lik økningen for selskapene på Oslo Børs samlet. I rederiene var det en økning fra 24 prosent til 42 prosent i samlet utenlandsk eierandel. Dette er tilnærmet likt alle selskapene på Oslo Børs som hadde en økning fra 27,4 prosent til 43 prosent i samlet utenlandsk eierandel. Ved første øyekast ser det dermed ut som om de børsnoterte rederiene ikke skiller seg nevneverdig ut fra de andre selskapene på Oslo Børs.

Jeg deler videre opp utenlandsk eierskap i kjent utenlandsk eierskap og eierskap gjennom forvalterkonto. For alle selskapene samlet på Oslo Børs er økningen størst for utenlandske investorer gjennom forvalterkonto, mens utenlandsk kjent eierandel faller. Ved periodens slutt er utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto 26,7 prosent sammenlignet med en kjent utenlandsk eierandel på 17 prosent. For rederiene var utenlandsk kjent eierandel 24,3 prosent ved utgangen av 2007, mens utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto var 17,54 prosent. Dette er interessante observasjoner; kjent utenlandsk eierandel er over 7 prosentpoeng større i rederiene enn Oslo Børs samlet, og utenlandsk andel eid gjennom forvalterkonto er over 9 prosentpoeng lavere. Altså betyr dette at rederiene trolig har en langt høyere andel utenlandske eiere som ønsker direkte kontroll med selskapene enn det som er tilfellet for Oslo Børs samlet. Grunnlaget for disse forskjellene forklarer jeg videre i



kapittel 7, der jeg ser på hvilke eksplisitte og implisitte barrierer som ser ut til å forklare utenlandsk eierandel i rederiene.

Kapittel 7 analyserer utviklingen som ble skissert i kapittel 5 og 6 og gir etter min mening gode svar på problemstilling 2 til 6. Jeg argumenterer for at de forskjellene som er i kjent utenlandsk eierandel og utviklingen skyldes eksplisitte barrierer som viser seg å være spesielt viktige innenfor de børsnoterte rederiene. Videre argumenterer jeg for at forskjellene og utviklingen i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto kan forklares gjennom implisitte barrierer og teori om utenlandsk investradferd. Datamengden som ble presentert i kapittel 7 er så stor og omfattende at jeg derfor ser det som hensiktsmessig i en oppsummering som dette å gå tilbake til mine opprinnelige problemstillinger for å gi en god oversikt over de viktigste funnene.

*2. I hvilken grad har utenlandsk kapital vært ensbetydende med oppkjøp i rederiene notert på Oslo Børs?*

Utenlandske oppkjøpere kan posisjonere seg strategisk i oppkjøpsmålene offentlig gjennom kjent utenlandsk eierskap eller skjult gjennom en forvalterkonto. Børsreglene tilsier at når en eier har en viss eierandel, må det gjøres offentlig kjent hvem eieren er. Jeg viser gjennom to eksempler at utenlandske aksjonærer økte sin andel gjennom forvalterkonto i forkant av oppkjøp, men det mest vanlige er at oppkjøperne posisjonerer seg under kjent utenlandsk identitet. Derfor ser jeg hovedsaklig på kjent utenlandsk eierandel når jeg skal forklare om utenlandsk kapital har vært ensbetydende med oppkjøp. Frem mot slutten av 1999 var det ingen økning i kjent utenlandsk eierandel. Imidlertid var det fra 1999 til andre kvartal 2003 store svingninger i kjent utenlandsk eierandel. Disse svingningene, sammen med nedgangen i antall rederier og variasjonen i største eiers andel i denne perioden, gjorde at jeg valgte å se nærmere på de rederiene som ble tatt av børs i denne perioden. Syv store rederier ble i denne perioden kjøpt opp av utenlandske investorer. Ettersom det er naturlig at utenlandske investorer posisjonerer seg over tid valgte jeg å foreta en analyse der jeg tok bort de rederiene som ble kjøpt opp av utenlandske investorer eller hvor det var andre spesielle hendelser. Kjent utenlandsk eierandel faller betraktelig når man tar bort disse rederiene. Kjent utenlandsk eierandel i de gjenværende rederiene var da i gjennomsnitt under 5 prosent i perioden fra slutten av 1996 til midten av 2004.

Svaret på problemstilling 2 er derfor: *Ja, utenlandsk kapital var i stor grad ensbetydende med oppkjøp, i hvert fall i frem til midten av 2004. Ser man dette i sammenheng med at utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto også synker i denne perioden velger jeg å konkludere med at det ser ut til at den eneste den økningen i utenlandsk kapital fra starten 1994 til midten av 2004, i stor grad var kapital som ble tilført markedet i forbindelse med oppkjøp. Dette kan trolig skyldes opphevelsen av den siste eksplisitte barrieren på utenlandsk eierskap 1.1.1995, og at rederiene var sårbare for oppkjøp på denne tiden.*

Jeg argumenterer også i kapittel 3 for at det ligger eksplisitte barrierer på norsk eierskap gjennom den norske kapitalbeskatningsmodellen. Mine neste to problemstillinger omhandler denne eksplisitte barrieren og hvilken innvirkning de har hatt for utenlandsk eierskap:

3. *I hvor stor grad prøver norske investorer i børsnoterte rederi å unngå disse eksplisitte barrierene?*
4. *Hvilken innvirkning kan det eventuelt ha hatt på utenlandsk eierandel i de børsnoterte rederiene?*

Analysen viser de første tegnene på at norske investorer prøver å unngå de eksplisitte barrierene på norske eierskap, gjennom at både Odfjell- og Høegh-familiene flytter sine eierskap til utlandet. Jeg argumenterer videre for at store deler av den utenlandske eierandelen som var i rederiene etter fjerde kvartal 2003 var norske investorer som sannsynligvis forsøkte å unngå de eksplisitte barrierene som hører med norsk eierskap. Jeg viser at det er tre store eiere som har gjort dette og har en sterk posisjon i rederiene; Kristian Siem, John Fredriksen og Odfjell-familien. Disse eierne er involvert i flere store rederier og det er gjennomgående i alle rederiene at de har eierskapet i utlandet. Klassifiserer man disse eierne som norske, er kjent utenlandsk eierandel på nivå med utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i perioden fra fjerde kvartal 2003 til utgangen av 2007. Dette indikerer at forskjellen mellom utenlandsk andel gjennom forvalterkonto og kjent utenlandsk andel i hovedsak skyldes disse tre eiernes andel.

Svaret på problemstilling 3 og 4 er: *Det ser ut til at "store norske" investorer i stor grad prøvde å unngå den eksplisitte barrieren som ligger på norske eierskap. Dette har betydelig innvirkning på kjent utenlandsk eierandel i denne perioden.*

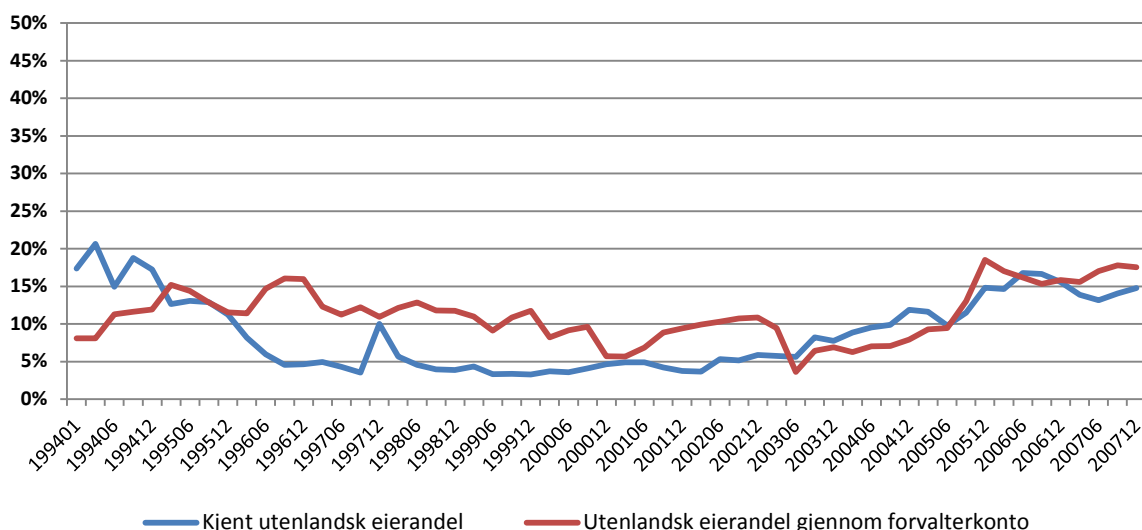
Jeg har argumentert for at man må gjøre ulike justeringer i kjent utenlandsk eierandel for at man skal se det reelle bildet av om rederier notert på Oslo Børs har klart å tiltrekke seg utenlandsk kapital. Tabell 15 viser en oppsummering av gjennomsnittlig utenlandsk eierandel over perioden fra starten av 1994 til utgangen av 2007 justert for norsk tilnytning og oppkjøp. Ut fra denne tabellen ser man at ved å justere for oppkjøp vil dette gi størst utslag på gjennomsnittlig utenlandsk eierandel. Da faller total gjennomsnittlig utenlandsk eierandel fra 32,7 prosent til 22 prosent. Dette er store forskjeller, og i så måte veldig interessante resultater.

**Tabell 15. Gjennomsnittlig utenlandsk eierandel m/ ulike justeringer**

	Totalt	Kjent	Forvalterkonto
Ujustert	32.7 %	20.0 %	12.7 %
Justert for norsk tilknytning	27.8 %	15.0 %	12.7 %
Justert for oppkjøp	22.0 %	12.0 %	10.0 %

Legger man sammen disse to justeringene blir utviklingen for kjent utenlandsk eierandel tilnærmet lik utviklingen i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto. Dette kan være et tegn på at den utenlandske kapitalen man klarer å tiltrekke seg fra andre enn institusjonelle investorer hovedsakelig skyldes eksplisitte barrierer.

**Figur 68. Justert kjent utenlandsk eierandel, 1994-2007**



Som nevnt tidligere var det også ønskelig fra rederinæringens side at den utenlandske kapital man klarte å tiltrekke, var passiv utenlandsk kapital. Jeg har derfor videre sett på utviklingen i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto.

5. *I hvor stor grad har rederier notert på Oslo Børs klart å tiltrekke seg utenlandske institusjonelle investorer?*

Analysen viser at det er en vekst i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto ved starten og slutten av perioden. Økning i starten av perioden skyldes trolig at mange eiere som tidligere hadde B-aksjer velger å registrere sitt eierskap gjennom forvalterkonto når restriksjonene ble opphevet 1.1.1995. Jeg valgte derfor ikke å analysere denne veksten nærmere. Fra slutten av 1996 til midten av 2003 sank utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, for så vokse kraftig fra midten av 2003 til slutten av perioden. Denne veksten skyldtes i hovedsak rederiene som ble notert etter fjerde kvartal 2003.

Svaret på problemstilling 5 er: *Rederiene på Oslo Børs klarte ikke å tiltrekke seg stor grad av utenlandsk institusjonell kapital før mot slutten av perioden. Men selv med den store veksten mot slutten av perioden har ikke rederiene på Oslo Børs klart å tiltrekke seg en like stor andel utenlandsk institusjonell kapital som et samlet gjennomsnitt på Oslo Børs har.*

6. *Hvilke implisitte barrierer ser ut til å prege investordferden til utenlandske institusjonelle investorer i rederier notert på Oslo Børs?*

Siden rederiene ikke har klart å tiltrekke seg en like stor andel utenlandsk institusjonell kapital som det Oslo Børs samlet har klart, må det være trekk ved rederisektoren som gjør den mindre attraktiv enn andre sektorer. I notatet viser jeg at rederiene som ble notert fra fjerde kvartal 2003 og utover har en høyere andel utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto enn rederiene som var notert hele perioden, i tillegg til alle rederiene samlet. Jeg peker på flere årsaker til dette, blant annet at meglerhus trolig i større grad markedsfører børsnoteringene mot utenlandske investorer enn tidligere, og at markedsverdien på disse noterte rederiene er større enn gjennomsnittet. En anbefaling til videre forskning er en kvalitativ analyse av hvordan meglerhusene i denne perioden markedsførte børsnoteringene sammenlignet med tidligere.

Det er flere ulike variabler som kan forklare andelen utenlandsk eierskap gjennom forvalterkonto. Størrelse målt i markedsverdi ser ut til å ha en signifikant innvirkning på utenlandsk andel gjennom forvalterkonto. Det at de børsnoterte rederiene hadde en lavere gjennomsnittlig selskapsverdi enn Oslo Børs samlet i denne perioden kan være noe av

årsaken til at utenlandsk andel gjennom forvalterkonto var lavere i rederiene enn for Oslo Børs samlet. Økningen i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto ser ut til å samsvare med økningen i markedsverdi som var mot slutten av perioden.

Det er tegn som tyder på at eierkonsentrasjon hadde en innvirkning. Dette er imidlertid noe uklart. Det mest interessante som fremkommer i analysen av eierkonsentrasjonen er at eierkonsentrasjonen var lavere i og før oppkjøpsperioden. Dette kan forklare hvorfor de børsnoterte rederiene i denne perioden virket sårbare for oppkjøp.

Jeg har også analysert tre tilnærmet like rederier - DOF, Solstad og Farstad - i håp om at de kan gi et klarere svar på om eierkonsentrasjon har en innvirkning. En analyse av disse tre rederiene viser at det trolig er eierkonsentrasjon som best forklarer forskjellene som var i utenlandsk eierandel i disse rederiene.

Et annet interessant case er Frontline LTD. Årsaken til dette, er at rederiet var notert både i New York og London, i tillegg til at det var notert i Oslo. I kapittel 3 viste jeg til tidligere forskning som tilsier at selskaper som er notert på flere børser enn bare den hjemlige børsen har en større utenlandsk eierandel. Videre viser jeg i analysen at etter Frontline ble notert i New York så falt den norske eierandelen, samtidig som utenlandsk eierandel økte. I tillegg til dette ble de 20 største eiernes posisjon svekket.

En annen årsak som trolig er en god forklaringsvariabel til utviklingen i utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, er at utenlandske institusjonelle investorer tenderer mot å investere etter en momentumstrategi. Etter min mening vil en studie på sammenhengen mellom historisk avkastning og utenlandsk eierandel være et meget godt supplement til dette arbeidsnotatet. Jeg peker på noen utvalgte rapporter som viser at det er lav avkastning på egenkapitalen gjennom hele 1990-tallet og på starten av 2000-tallet, for deretter å vise at det er god avkastning på egenkapital mot slutten av min periode. Denne utviklingen ser ut til å sammenfalle med vekst utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto. Aksjekursutviklingen jeg viser i vedlegg 10 gir en indikasjon på at det er sammenheng mellom avkastning og utenlandsk eierandel.

Mitt svar på problemstilling 6 er: *Den viktigste implisitte barrieren på utenlandsk institusjonelt eierskap ser ut til å være størrelse målt i markedsverdi. Det er også trolig at lav*

*eierkonsentrasjon og delnotering på utenlandske børser har en positiv sammenheng med utenlandsk eierandel. Videre er også historisk avkastning trolig en viktig implisitt barriere. Dette trenger imidlertid en nærmere analyse.*

Oppsummert er kjent utenlandsk eierandel i rederiene på nivå med Oslo Børs samlet hvis man justerer for den norske andelen av utenlandsk eierskap. Andelen eid gjennom forvalterkonto er lavere for rederiene enn Oslo Børs som helhet og skyldes trolig de implisitte barrierene, størrelse, eierkonsentrasjon og historisk avkastning.

## Bibliografi

- Aftenposten. «Trenger kapital utenfra.» *Aftenposten*, 22 April 1992: 4.
- Ahearne, Alan G, William L. Grier, og Francis E. Warnock. «Information cost and home bias: An analysis of U.S. holdings of foreign equities.» *Journal of International Economics*, No 62, 2004: 313-336.
- Bae, Sung C., Jae Hoon Min, og Sunbong Jung. «Trading Behaviour, Performance, and Stock Preference of Foreigners, Local institutions and Individual investors: Evidence from the Korean Stock market.» *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, No. 40 , 2011: 199-239.
- Baird, Alfred J. «Private equity investments in the European ferry market.» I *International handbook of maritime business*, av Kevin Cullinane. Edward Elgar publishing limited, 2010.
- Bakka, Dag. *Höegh - Shipping trough cycles*. Oslo: Leif Höegh & Co, 1997.
- Benito, Gabriel R.G, Eivind Berger, Morten De la Forest, og Jonas Shum. «A cluster analysis of the maritime industry in Norway.» *International Journal of Transport Management*, nr.1, 2003: 203-215.
- Birkeland, Sigbjørn d.y., og Torfinn Eide. *Lønnsomhet i norsk skipsfart*. Bergen: SNF, 2000.
- Brealey, R.A., og S.C. Myers. *Principles of Corporate finance, 6th edition*. New York: McGraw-Hill, 2003.
- Brennan, M, og H. Cao. «International portfolio investment flows.» *Journal of Finance*, No 52, 1997: 1851-1888.
- Bøhren, Øyvind, og Bernt Arne Ødegaard. *Ownershipstructure of Norwegian firms*. Oslo: Norwegian School of Management, BI, 2000.
- Dahlquist, Magnus, og Göran Robertsson. «Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics.» *Journal of Financial Economics* 59, 2001: 413-440.
- Deep Sea Supply. «Årsrapport.» 2007.
- Døskeland, Trond, og Aksel Mjøs. *Utvikling av eierstruktur på Oslo Børs*. Bergen: SNF, 2008.
- Falkenstein, E.G. «Preferences for stock characteristics as revealed by open-end mutual fund portfolio holdings.» *Journal of Finance* 51, 1996.
- Farstad Shipping ASA. «Årsrapport.» 2007.
- French, Kenneth R., og James M. Poterba. *Investor diversification and international equity markets*. Working paper, Cambridge, MA: NBER Working paper series, 1991.
- Frontline. «Årsrapport.» 2007.
- Golden Ocean Group Limited. «Årsrapport.» 2007.
- Gompers, P.A., og A. Metrick. *Institutional Investors and Equity Prices*. Working paper, Philadelphia, PA: The Rodney L. White center for financial research, 1999.

- Haug, Kristin. «Vil ha bedre vilkår for skipsfarten.» *Klassekampen*, 20 3 2004: n.a.
- Heidenreich, Erik, intervjuet av Grete De Lange. *AKTUELL PROFIL: Skipsmeglere hardt rammet av krisetidene* Aftenposten, (25 Mai 1992): 27.
- Horn forlag. *Norwegian shipping: Past, present and the future*. Horn Forlag, 2009.
- Huberman, Gur. «Familiarity Breeds Investment.» *Review og Financial Studies, Vol 14, No. 3*, 2001: 659-680.
- Jensen, Sveinung W. «Den store skatteflukten.» *Afteposten*, 2 Januar 2001: 22.
- Jensen, Thor Chr. «Redder Swan.» *Dagens Næringsliv*, 8 Desember 2000: 26.
- Jørgensen, Kjetil, Bjørn Segrov, og Morten Ånestad. «Blokkerer Navion.» *Dagens Næringsliv*, 27 Mars 2000: 5.
- Kang, Jun-Koo, og Renè Stulz. «Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan.» *Journal of Financial Economics* 46, 1997: 3-28.
- Kavussanos, Manolis G, Arne Juell-Skielse, og Matthew Forrest. «International comparisons of market risk across shipping-related industries.» *Maritime Policy & Management*, 2003: 107 - 122.
- Kho, Bong-Chan, René Stulz, og Francis E. Warnock. *Financial Globalization, Governance and the evolution of the home bias*. Cambridge, MA: NBER Working Paper series, 2006.
- Kristiansen, Rolf. *Verdsettelse og avkastning under ulike rammevilkår med fokus på offshore shipping*. Bergen Shipping Conference, Bergen. 30 September 2010.
- Lange, Grete De. «Bank og rederi kjøpes opp.» *Aftenposten*, 9 April 2003: 23.
- «Bekymret over utenlandsk kapital i Norge - Mindre skipsfart i Norge.» *Aftenposten*, 9 Juni 1999: 37.
- «Børsens shippingaksjer: Verdiøkning på 14 mrd.» *Aftenposten*, 12 August 1993: 29.
- «Hongkong-reder tar grep i Bergesen.» *Aftenposten*, 26 April 2002: 25.
- «Rasmussen vil ha nytt gigant-rederi.» *Aftenposten*, 10 Mars 2001: 16.
- «Shipping: Henter 6 mrd. ferske kroner.» *Aftenposten*, 2 November 1993: 25.
- «Shipping: Henter 6mrd. ferske kroner.» *Aftenposten*, 2 November 1993: 25.
- «Utlendinger åpner lommebøkene: Inn i norsk skipsfart.» *Aftensposten*, 16 November 1993: 29.
- Lennerfors, Thomas Taro. *Stockholmsrederierna* . Stockholm: Breakwater Publishing, 2009.
- Menon Business Economics. *På norske hender*. Norges Rederiforbund, 2011.
- Merton, Robert C. «A simple model of capital market equilibrium with incomplete information.» *Journal of Finance, Vol 42, No. 3*, 1987: 483-510.



- Nordby, Jens. «Globalisering og utenlandsk eierskap Norge.» *Økonomiske analyser*, Nr. 7, 2000.
- Norges offentlige utredninger. «Bedrifts og kapitalbeskatningen - en skisse til reform.» 1989:14.
- Odfjell SE. «Årsrapport.» 2007.
- Ot.prp nr.11. «Oppfølging av nytt skattesystem rederiselskap.» 1996-1997.
- Platou Economic Research. *The Platou Report*. Oslo: Platou Economic Research, 2000.
- Platou Economic Research. *The Platou Report*. Oslo: Platou Economic Research, 2008.
- Regjeringen. *Dokumentarkiv*. 2002. <http://www.regjeringen.no/nb/dokumentarkiv/Regjeringen-Bondevik-II/ud/Rapporter-og-planer/2002/eos-avtalen.html?id=260398> (funnet Mai 30, 2011).
- . *Finansdepartementet*.  
[http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter\\_og\\_avgifter/kapitalbeskatning.html?id=558339](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/skatter_og_avgifter/kapitalbeskatning.html?id=558339)  
(funnet Juni 12, 2011).
- Røste, Per. «Trenger kapital utenfra.» *Aftenposten*, 22 4 1994: 4.
- Segrov, Bjørn. «Dømt til å bli i Norge.» *Dagens Næringsliv*, 18 April 2007: 20.
- . «Selger Bona til Teekay.» *Dagens Næringsliv*, 30 Mars 1999: 18.
- . «Ville ha Ugland alene.» *Dagens Næringsliv*, 27 April 2001: 26.
- Siem Industries. *Annual report 2007*. Årsrapport, Cayman Island: Siem Industries, 2008.
- Siem Offshore. «Årsrapport.» 2007.
- SSB. *Insitusjonell sektorindeling*. <http://www.ssb.no/vis/emner/10/13/isgrp/main.html> (funnet Juni 12, 2011).
- . *Konsumprisindeksen fra 1865*. 15 Mai 2011. <http://www.ssb.no/emner/08/02/10/kpi/tab-01.html>  
(funnet Juni 10, 2011).
- . *Prisen på brent blend*. <http://www.ssb.no/ogintma/tab-2011-02-25-09.html> (funnet Juni 10, 2011).
- St.prp. nr.1 . «Skatte-, avgifts- og tollvedtak.» 2007-2008.
- StatoilHydro. *Årsrapport*. Årsrapport, Stavanger: StatoilHydro, 2007.
- Stokes, Peter. «Problems faced by the shipping industry in raising capital in the securities markets.» *Maritime policy and Management*, Vol. 23, No.4, 1996: 397-405.
- . *Ship Finance*. Lloyd`s of London Press LTD., 1992.
- Stopford, Martin. *Maritime economics*. Routledge, 1997.
- Strømme, Karl-R. «Morgan Grenfell nest størst i NCL.» *Dagens Næringsliv*, 29 11 1996: 5.

Subsea7. «Årsrapport.» 2007.

Syrstad, Olav, og Anders Owren. *Optimal innside teori og hjemmefavorisering på det norske aksjemarkedet*. Bergen: Norges Handelshøyskole, 2007.

Tenold, Stig. «Boom, crisis and internationalised revitalisation - Norwegian shipping after 1960.» I *Shipping in the nordic countries*, av Martin Jes Iversen, Even Lange og Stig Tenold. London: forthcoming on Palgrave-MacMillan, 2012.

Thowsen, Atle, og Stig Tenold. *Odfjell - The history of a shipping company*. Bergen: Odfjell, 2006.

Tirole, Jean. *The theory of corporate finance*. Princeton University Press, 2006.

Usignert. «John Fredriksen inntar New York.» *Aftenposten*, 17 Juli 2001: 19.

—. «Vellykket fusjon.» *Afteposten*, 13 Februar 1990: 30.

—. «Andre norske skatteflyktninger.» *Dagbladet*, 24 Januar 2009: 27.

—. «Kampen om NCL.» *Dagbladet*, 4 Februar 2000: 11.

—. «Fettere tar Høegh privat.» *Dagens Næringsliv*, 29 April 2003: 10.

Wijnolst, Niko, og Tor Wergeland. *Shipping*. Delft University Press, 1996.

Wilson ASA. *Årsrapport*. Årsrapport, Bergen: Wilson ASA, 2010.

Wong, T.J., og Joseph P.H. Fan. «Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia.» *Journal of Accounting and Economics*, No. 33, 2002: 401-425.

Ytterborg, Julius. «KS-milliarder går til gammelt skrot.» *Dagens Næringsliv*, 5 12 1989: 4.

Zeng, Yvonne Yiyi, Stephen Gong, og Heng-Qing Ye. *Ship Financing Practicies in Hong Kong: What Changes Has the Financial Tsunami Brought?* Hong Kong: Faculty of Business, Hong Kong Polytechnic University, 2010.

## Vedlegg

### Vedlegg 1. Selskaper notert hele perioden

Selskap
Belships
Bonheur
Borgestad
Eidsiva Rederi
Farstad Shipping
Fosen Trafikklag
Ganger Rolf
Green Reefers
Namsos Trafikkselskap
Odfjell SE
Solvang
Tide
Wilh.Wilhelmsen

### Vedlegg 2. Største aksjonær 2003

Selskap	Andel	Type aksjonær
BORGESTAD	31 %	Aksjeselskaper mv.
GREEN REEFERS ASA	21 %	Aksjeselskaper mv.
GANGER ROLF ASA	49 %	Aksjeselskaper mv.
TIDE ASA	40 %	Aksjeselskaper mv.
SOLVANG ASA	22 %	Aksjeselskaper mv.
WILH.WILHELMSEN ASA	14 %	Aksjeselskaper mv.
NAMSOS TRAFIKKSELSKAP	34 %	Aksjeselskaper mv.
DOF ASA	55 %	Aksjeselskaper mv.
WILHELMSEN MARITIME	69 %	Aksjeselskaper mv.
I.M. SKAUGEN ASA	44 %	Aksjeselskaper mv.
SOLSTAD OFFSHORE ASA	20 %	Aksjeselskaper mv.
BELSHIPS ASA	41 %	Aksjeselskaper mv.
RIEBER SHIPPING ASA	51 %	Aksjeselskaper mv.
BONHEUR ASA	27 %	Aksjeselskaper mv.
FOSEN TRAFIKKLAG ASA	71 %	Aksjeselskaper mv.
FARSTAD SHIPPING ASA	53 %	Aksjeselskaper mv.
TROMS FYLKES DAMPSKIPS	26 %	Sparebanker
EIDSIVA REDERI ASA	28 %	Utenlandske
ODFJELL SE ASA	30 %	Utenlandske

**Vedlegg 3. Største aksjonær 2007**

Selskap	Andel	Type aksjonær
I.M. SKAUGEN ASA	36 %	Aksjeselskaper mv.
SOLSTAD OFFSHORE ASA	37 %	Aksjeselskaper mv.
BONHEUR ASA	28 %	Aksjeselskaper mv.
BORGESTAD	36 %	Aksjeselskaper mv.
EIDSIVA REDERI ASA	22 %	Aksjeselskaper mv.
TIDE ASA	58 %	Aksjeselskaper mv.
FARSTAD SHIPPING ASA	41 %	Aksjeselskaper mv.
SOLVANG ASA	22 %	Aksjeselskaper mv.
GANGER ROLF ASA	52 %	Aksjeselskaper mv.
BELSHIPS ASA	35 %	Aksjeselskaper mv.
FOSEN TRAFIKKLAG ASA	71 %	Aksjeselskaper mv.
WILH.WILHELMOSEN ASA	40 %	Aksjeselskaper mv.
NAMSOS TRAFIKKSELSKAP	23 %	Aksjeselskaper mv.
DOF ASA	51 %	Aksjeselskaper mv.
CAMILLO EITZEN	54 %	Aksjeselskaper mv.
WILSON ASA	80 %	Aksjeselskaper mv.
HAVILA SHIPPING ASA	50 %	Aksjeselskaper mv.
GC RIEBER SHIPPING	51 %	Aksjeselskaper mv.
EIDSVIK OFFSHORE	67 %	Aksjeselskaper mv.
AKER AMERICAN SHIPP	53 %	Aksjeselskaper mv.
OCEAN HEAVYLIFT ASA	34 %	Aksjeselskaper mv.
EITZEN CHEMICAL ASA	50 %	Aksjeselskaper mv.
REM OFFSHORE ASA	46 %	Aksjeselskaper mv.
HURTIGRUTEN ASA	14 %	Forretningsbanker
DOCKWISE LTD	9 %	Utenlandske
GOLDEN OCEAN GROUP	31 %	Utenlandske
DEEP SEA SUPPLY PLC	34 %	Utenlandske
SIEM OFFSHORE INC.	33 %	Utenlandske
SUBSEA 7 INC.	24 %	Utenlandske
BERGESEN	60 %	Utenlandske
GREEN REEFERS ASA	25 %	Utenlandske
ODFJELL SE ASA	31 %	Utenlandske

**Vedlegg 4. Kjent utenlandsk andel 2003**

Selskap	Andel av total markedsverdi	Kjent utenlandsk andel
WILH.WILHELMOSEN ASA	25.52 %	0.93 %
ODFJELL SE ASA	15.03 %	60.63 %
FARSTAD SHIPPING ASA	11.72 %	13.23 %
BONHEUR ASA	8.66 %	2.97 %
SOLSTAD OFFSHORE ASA	7.82 %	2.14 %
GANGER ROLF ASA	6.39 %	2.18 %
DOF ASA	5.12 %	0.04 %
I.M. SKAUGEN ASA	3.66 %	3.10 %
TROMS FYLKES DAMPSKI	2.86 %	0.46 %
WILHELMOSEN MARITIME	2.48 %	1.25 %
RIEBER SHIPPING ASA	2.47 %	0.33 %
SOLVANG ASA	1.79 %	2.06 %
FOSEN TRAFIKKLAG ASA	1.18 %	0.06 %
GREEN REEFERS ASA	1.12 %	5.09 %
EIDSIVA REDERI ASA	1.11 %	32.21 %
BELSHIPS ASA	1.03 %	14.65 %
TIDE ASA	0.97 %	1.45 %
BORGESTAD	0.80 %	0.84 %
NAMSOS TRAFIKKSELSKAP	0.26 %	0.14 %

**Vedlegg 5. Kjent utenlandsk andel 2007**

Selskap	Andel av total markedsverdi	Kjent utenlandsk andel
SUBSEA 7 INC.	13.98 %	51.50 %
WILH.WILHELMOSEN ASA	8.08 %	1.44 %
BONHEUR ASA	7.78 %	3.60 %
GOLDEN OCEAN GROUP	7.14 %	38.41 %
GANGER ROLF ASA	6.21 %	4.08 %
ODFJELL SE ASA	5.72 %	56.19 %
BERGESEN	5.50 %	66.61 %
SOLSTAD OFFSHORE ASA	4.56 %	4.44 %
FARSTAD SHIPPING ASA	4.49 %	13.22 %
DOCKWISE LTD	4.02 %	47.65 %
DOF ASA	4.01 %	0.80 %
SIEM OFFSHORE INC.	3.82 %	46.65 %
EITZEN CHEMICAL ASA	3.06 %	4.43 %
AKER AMERICAN SHIPP	2.70 %	7.82 %
CAMILLO EITZEN	2.53 %	2.58 %
DEEP SEA SUPPLY PLC	2.50 %	46.35 %
REM OFFSHORE ASA	1.61 %	6.50 %
HAVILA SHIPPING ASA	1.48 %	2.05 %
GC RIEBER SHIPPING	1.47 %	0.38 %
EIDSVIK OFFSHORE	1.24 %	2.72 %
I.M. SKAUGEN ASA	1.19 %	0.14 %
TIDE ASA	1.04 %	0.53 %
OCEAN HEAVYLIFT ASA	1.02 %	9.88 %
HURTIGRUTEN ASA	0.96 %	4.86 %
WILSON ASA	0.95 %	3.77 %
GREEN REEFERS ASA	0.75 %	35.51 %
SOLVANG ASA	0.61 %	1.15 %
BELSHIPS ASA	0.49 %	16.23 %
BORGESTAD	0.40 %	0.35 %
FOSEN TRAFIKKLAG ASA	0.35 %	0.01 %
EIDSIVA REDERI ASA	0.28 %	6.31 %
NAMSOS TRAFIKKSELSKAP	0.06 %	0.11 %

**Vedlegg 6. Utenlandsk andel gjennom forvalterkonto 2003**

Selskap	Andel av total markedsverdi	Ut. andel gjennom forvalterkonto
WILH. WILHELMSSEN ASA	25.52 %	9.29 %
ODFJELL SE ASA	15.03 %	13.41 %
FARSTAD SHIPPING ASA	11.72 %	6.44 %
BONHEUR ASA	8.66 %	10.52 %
SOLSTAD OFFSHORE ASA	7.82 %	2.14 %
GANGER ROLF ASA	6.39 %	5.57 %
DOF ASA	5.12 %	4.01 %
I.M. SKAUGEN ASA	3.66 %	2.20 %
TROMS FYLKES DAMPSKI	2.86 %	0.05 %
WILHELMSSEN MARITIME	2.48 %	1.42 %
RIEBER SHIPPING ASA	2.47 %	0.00 %
SOLVANG ASA	1.79 %	0.83 %
FOSEN TRAFIKKLAG ASA	1.18 %	0.00 %
GREEN REEFERS ASA	1.12 %	0.97 %
EIDSIVA REDERI ASA	1.11 %	0.13 %
BELSHIPS ASA	1.03 %	0.07 %
TIDE ASA	0.97 %	0.00 %
BORGESTAD	0.80 %	0.02 %
NAMSOS TRAFIKKSELSKAP	0.26 %	0.00 %

**Vedlegg 7. Utenlandsk andel gjennom forvalterkonto 2007**

Selskap	Andel av total markedsverdi	Ut. andel gjennom forvalterkonto
SUBSEA 7 INC.	13.98 %	41.51 %
WILH. WILHELMOSEN ASA	8.08 %	10.47 %
BONHEUR ASA	7.78 %	3.57 %
GOLDEN OCEAN GROUP	7.14 %	24.72 %
GANGER ROLF ASA	6.21 %	6.65 %
ODFJELL SE ASA	5.72 %	10.32 %
BERGESEN	5.50 %	29.98 %
SOLSTAD OFFSHORE ASA	4.56 %	5.05 %
FARSTAD SHIPPING ASA	4.49 %	5.14 %
DOCKWISE LTD	4.02 %	41.89 %
DOF ASA	4.01 %	4.83 %
SIEM OFFSHORE INC.	3.82 %	4.56 %
EITZEN CHEMICAL ASA	3.06 %	33.78 %
AKER AMERICAN SHIPP	2.70 %	26.36 %
CAMILLO EITZEN	2.53 %	17.46 %
DEEP SEA SUPPLY PLC	2.50 %	33.64 %
REM OFFSHORE ASA	1.61 %	0.11 %
HAVILA SHIPPING ASA	1.48 %	8.70 %
GC RIEBER SHIPPING	1.47 %	0.01 %
EIDESVIK OFFSHORE	1.24 %	4.95 %
I.M. SKAUGEN ASA	1.19 %	6.05 %
TIDE ASA	1.04 %	0.26 %
OCEAN HEAVYLIFT ASA	1.02 %	31.61 %
HURTIGRUTEN ASA	0.96 %	3.13 %
WILSON ASA	0.95 %	0.35 %
GREEN REEFERS ASA	0.75 %	1.99 %
SOLVANG ASA	0.61 %	0.14 %
BELSHIPS ASA	0.49 %	3.06 %
BORGESTAD	0.40 %	0.05 %
FOSEN TRAFIKKLAG ASA	0.35 %	0.04 %
EIDSIVA REDERI ASA	0.28 %	0.05 %
NAMSOS TRAFIKKSELSKAP	0.06 %	0.00 %



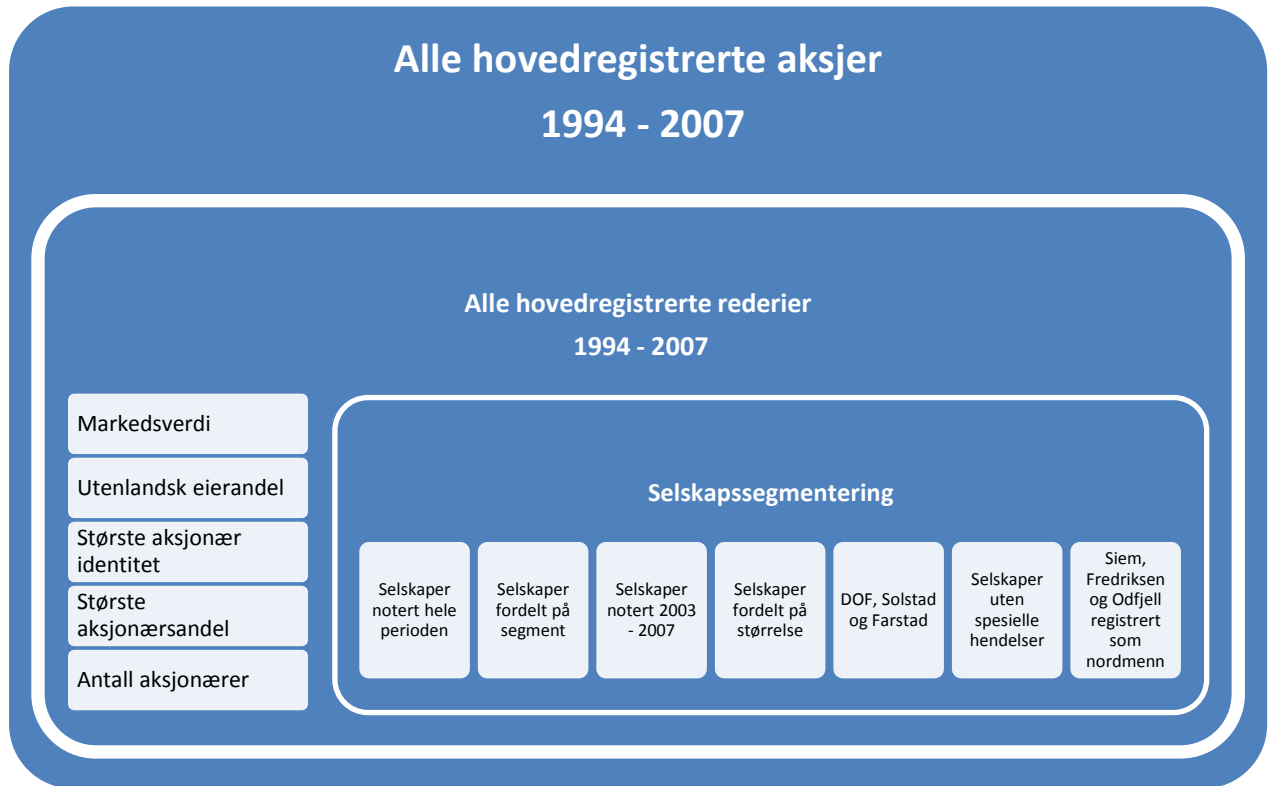
**Vedlegg 8. Selskapsoversikt 1994 til 2007**

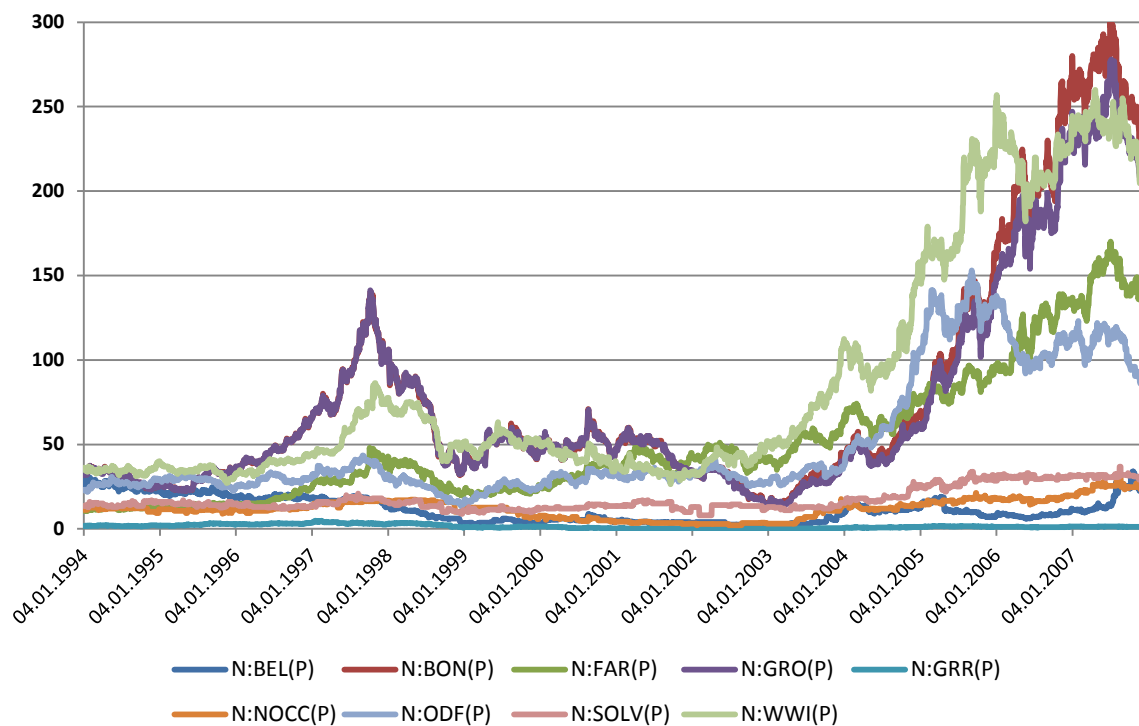
Selskap	Segment	Første kvartal notert	Siste kvartal notert	Antall kvartal notert	Høyest registrerte markedsverdi	Lavest registrerte markedsverdi
ACTINOR SHIP. AS	Investeringselskap	199401	200109	32	940 800 000	437 900 000
AKER AMERICAN SHIPP	Deep Sea	200509	200712	10	3 505 000 000	2 139 000 000
ARCADE SHIPPING A/S	Deep Sea	199401	199406	3	235 900 000	183 400 000
AWILCO AS	Deep Sea	199401	200303	38	4 085 000 000	509 800 000
BACHKE & CO AS	Deep Sea	199401	199406	3	20 062 000	16 049 600
BELSHIPS ASA	Deep Sea	199401	200712	57	626 300 000	46 517 700
BENOR TANKERS LIM	Deep Sea	199403	200009	27	1 441 000 000	390 400 000
BERGESEN	Deep Sea	199401	200712	48	16 560 000 000	6 307 000 000
BONA SHIPHOLDING	Deep Sea	199403	199906	22	2 697 000 000	435 200 000
BONHEUR ASA	Investeringselskap	199401	200712	57	11 670 000 000	641 000 000
BORGESTAD	Deep Sea	199401	200712	57	564 800 000	110 200 000
BOURBON OFFSHORE	Offshore	199806	200306	21	726 300 000	185 000 000
BRØVIG SUPPLY ASA	Offshore	199712	199803	2	267 900 000	253 900 000
CAMILLO EITZEN	Deep Sea	200406	200712	15	3 245 000 000	1 132 000 000
COLOR GROUP ASA	Short Sea	199401	199909	24	1 593 000 000	666 200 000
DEEP SEA SUPPLY AS	Offshore	200509	200612	6	2 451 000 000	473 400 000
DEEP SEA SUPPLY PLC	Offshore	200612	200712	5	3 448 000 000	2 313 000 000
DEN NORSKE AMERIKAL.	Short Sea	199401	199509	8	914 800 000	728 600 000
DISTRICT OFFSHORE	Offshore	199712	200009	12	658 300 000	310 500 000
DOCKWISE LTD	Deep Sea	200712	200712	1	5 169 000 000	5 169 000 000
DOF ASA	Offshore	200012	200712	29	5 794 000 000	523 400 000
EIDESVIK OFFSHORE	Offshore	200506	200712	11	1 930 000 000	1 504 000 000
EIDSIVA REDERI ASA	Deep Sea	199401	200712	57	399 600 000	22 500 000
EITZEN CHEMICAL ASA	Deep Sea	200612	200712	5	4 501 000 000	3 865 000 000
FARSTAD SHIPPING ASA	Offshore	199401	200712	57	6 357 000 000	501 300 000
FIRST OLSEN TANKERS	Deep Sea	199403	200003	25	1 444 000 000	694 400 000
FOSEN TRAFIKKLAG ASA	Innenriks transport	199401	200712	57	519 200 000	18 725 680
GANGER ROLF ASA	Investeringselskap	199401	200712	57	9 614 000 000	535 100 000
GC RIEBER SHIPPING	Offshore	200503	200712	12	1 884 000 000	547 700 000
GOLDEN OCEAN GROUP	Deep Sea	200412	200712	13	9 810 000 000	780 100 000
GREEN REEFERS ASA	Deep Sea	199401	200712	57	1 311 000 000	23 487 050
HAVILA SHIPPING ASA	Offshore	200506	200712	11	1 899 000 000	674 700 000
HAVTOR ASA	Deep Sea	199401	199603	10	3 583 000 000	356 100 000
HURTIGRUTEN ASA	Innenriks transport	200603	200712	8	1 409 000 000	821 700 000

## Vedlegg 8 fortsetter...

Selskap	Segment	Første kvartal notert	Siste kvartal notert	Antall kvartal notert	Høyest registrerte markedsverdi	Lavest registrerte markedsverdi
I.M. SKAUGEN ASA	Deep Sea	199401	200712	57	1 527 000 000	156 100 000
IVAR HOLDING ASA	Deep Sea	199509	200003	19	69 270 856	29 209 496
LARVIK SCANDI LINE	Short Sea	199409	199609	9	454 200 000	332 900 000
LEIF HÖEGH & CO ASA	Deep Sea	199401	200303	38	5 100 000 000	2 261 000 000
LOKI ASA A-AKSJER	Deep Sea	199401	200212	37	438 000 000	32 852 704
MERCUR TANKERS ASA	Deep Sea	199512	199812	13	312 200 000	76 993 856
MOSVOLD SHIPPING LTD	Deep Sea	199512	200106	23	685 100 000	71 184 152
NAMSOS TRAFIKKSELSK.	Innenriks transport	199401	200712	57	80 386 656	8 611 200
NCL HOLDING ASA	Deep Sea	199401	200009	28	8 682 000 000	353 400 000
OCEAN HEAVYLIFT ASA	Deep Sea	200706	200712	3	1 380 000 000	1 200 000 000
ODFJELL SE ASA	Deep Sea	199401	200712	57	12 340 000 000	1 297 000 000
REM OFFSHORE ASA	Offshore	200703	200712	4	2 066 000 000	1 704 000 000
RIEBER SHIPPING ASA	Offshore	199806	200412	27	823 700 000	304 400 000
SIEM OFFSHORE INC.	Offshore	200509	200712	10	4 900 000 000	515 100 000
SKAUGEN PETROTRANS	Deep Sea	199401	199612	13	425 300 000	182 300 000
SMEDVIG TANKSHIPS	Deep Sea	199401	199509	8	1 176 000 000	759 400 000
SOLSTAD OFFSHORE ASA	Offshore	199712	200712	41	6 009 000 000	561 600 000
SOLVANG ASA	Deep Sea	199401	200712	57	788 900 000	194 700 000
STOLT PARTNER	Investeringselskap	199406	199512	7	779 000 000	140 000 000
SUBSEA 7 INC.	Offshore	200509	200712	10	22 040 000 000	11 150 000 000
SWAN REEFER ASA	Deep Sea	199712	200103	14	442 800 000	5 765 172
TEAM SHIPPING AS	Deep Sea	199803	200109	15	345 200 000	142 900 000
TIDE ASA	Innenriks transport	199401	200712	57	1 342 000 000	47 058 000
TORDENSKJOLD ASA	Deep Sea	199709	200306	24	346 500 000	100 600 000
TRICO SUPPLY ASA	Offshore	199612	199712	5	1 999 000 000	534 100 000
TROMS FYLKES DAMPSKI	Innenriks transport	200306	200512	11	704 500 000	540 000 000
UGLAND NORDIC SHIPP.	Deep Sea	199401	200103	30	1 984 000 000	164 800 000
UGLAND NORDIC TANKER	Deep Sea	199712	199812	5	266 500 000	162 500 000
WABO AS	Deep Sea	199809	199903	3	25 222 308	21 743 368
WATERFRONT SHIPPING	Deep Sea	199401	200003	26	687 100 000	11 603 517
WESTERN BULK SHIPPIN	Deep Sea	199401	200109	32	573 400 000	93 239 888
WILH.WILHELMSSEN ASA	Deep Sea	199401	200712	57	12 020 000 000	1 683 000 000
WILHELMSSEN MARITIME	Deep Sea	199401	200512	49	2 552 000 000	361 700 000
WILSON ASA	Short Sea	200503	200712	12	1 224 000 000	844 300 000

**Vedlegg 9. Oversikt over notatet**



**Vedlegg 10. Aksjekursutvikling for ni rederier som var notert hele perioden<sup>64</sup>**


Børsticker forklaring:

BEL – Belships

BON – Bonheur

FAR – Farstad

GRO – Ganger Rolf

GRR – Green Reefers

NOCC – Norwegian Car Carriers (Eidsiva rederi)

ODF – Odfjell SE

SOL – Solvang

WWI – Wilh. Wilhelmsen

<sup>64</sup> Aksjekursutviklingen er hentet fra Thomson Datastream. Aksjekursene er ikke utbyttejustert. Figuren viser aksjekursen til de ulike rederiene ikke avkastningen.

**Figurtekst liste**

Figur 1. Utviklingen på Oslo Børs hovedindeks, jul.2003–des.2007 .....	39
Figur 2. Antall hovedregistrerte rederier på Oslo Børs, 1994-2007, kvartalsvis .....	41
Figur 3. Antall notering og avnotering av rederier på Oslo Børs, 1994-2007, kvartalsvis.....	42
Figur 4. Markedsverdiutviklingen til en samlet rederinæring på Oslo Børs, 1994-2007, (milliarder) ..	44
Figur 5. Gjennomsnittlig markedsverdi til rederiene på Oslo Børs, 1994-2007, (millioner) .....	44
Figur 6. Markedsverdiutviklingen til rederiene notert hele perioden, 1994-2007, (milliarder) .....	45
Figur 7. Gjennomsnittlig markedsverdi for rederier notert hele perioden og rederiene samlet, 1994-2007.....	45
Figur 8. 10 største rederienes andel av total markedsverdi for rederiernæringen på Oslo Børs, 1994-2007.....	46
Figur 9. Antall rederier fordelt på segment, 1994-2007, kvartalsvis.....	48
Figur 10. De ulike segmentenes andel av total markedsverdi for rederinæringen på Oslo Børs, 1994-2007.....	49
Figur 11. Segmentfordelt markedsverdiutvikling, 1994-2007, (milliarder).....	50
Figur 12. Segmentfordelt gjennomsnittlig markedsverdi, 1994-2007, (millioner) .....	50
Figur 13. Antall aksjonærer i rederiene notert på Oslo Børs, 1994-2007 .....	52
Figur 14. Gjennomsnittlig antall aksjonærer pr. rederi, 1994-2007.....	52
Figur 15. Gjennomsnittlig markedsverdi av beholdningen pr. aksjonær, 1994-2007, (tusen) .....	53
Figur 16. Gjennomsnittlig andel av total markedsverdi pr. aksjonær, 1994-2007.....	53
Figur 17. Største eiers andel, 1994-2007 .....	54
Figur 18. De 5 største eiernes andel, 1994-2007 .....	55
Figur 19. Utenlandsk eierandel i rederier på Oslo Børs, 1994-2007 .....	57
Figur 20. Kjent utenlandsk eierandel og utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 1994-2007..	58
Figur 21. Kjent utenlandsk eierandel, 1994-2007 .....	59
Figur 22. Segmentfordelt kjent utenlandsk eierandel, 1994-2007 .....	60
Figur 23. Antall kjente utenlandske aksjonærer, 1994-2007 .....	61
Figur 24. Gjennomsnittlig antall kjente utenlandske aksjonærer, 1994-2007.....	61
Figur 25. Gjennomsnittlig markedsverdi av beholdningen til hver kjente utenlandske aksjonær, 1994-2007.....	62
Figur 26. Antall rederi hvor største eier er kjent utenlandsk aksjonær, 1994-2007 .....	63
Figur 27. Gjennomsnittlig andel holdt av største eier, 1994-2007 .....	63
Figur 28. Kjent utenlandsk eierandel, rederier notert hele perioden, 1994-2007.....	64
Figur 29. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 1994-2007.....	65
Figur 30. Utenlandske eierandel gjennom forvalterkonto, verdivektet og likevektet, 1994-2007.....	66
Figur 31. Segmentfordelt utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 1994-2007.....	67
Figur 32. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i rederiene notert hele perioden, 1994-2007 .....	68
Figur 33. Analyseperioder kjent utenlandsk eierandel .....	71
Figur 34. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Bona Shipholding .....	72
Figur 35. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, NCL Holding.....	73
Figur 36. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Benor Tankers .....	73
Figur 37. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Ugland Nordic Shipping .....	74
Figur 38. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Swan Reefers .....	75
Figur 39. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Mosvold Shipping.....	75

Figur 40. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Bergesen .....	76
Figur 41. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Leif Höegh & Co .....	76
Figur 42. Markedsverdi og total utenlandsk eierandel, Odfjell SE .....	77
Figur 43. Kjent utenlandsk eierandel u/spesielle hendelser, 1994-2004(2.kv.).....	78
Figur 44. Utenlandsk eierandel u/spesielle hendelser, 1994-2004(2.kv.).....	79
Figur 45. Kjent utenlandsk eierandel justert for norsk tilknytning, 2003(3.kv.)-2007 .....	85
Figur 46. Markedsverdiutvikling til rederiene notert hele perioden u/Odfjell SE, 1994-2007, (milliarder).....	87
Figur 47. Kjent utenlandsk andel i rederier notert hele perioden u/ Odfjell SE, 1994-2007 .....	87
Figur 48. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 1994-2007.....	89
Figur 49. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto u/ BGS og NCL, 1994-2003(2.kv.) .....	90
Figur 50. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto BGS og NCL, 1994-2003(2.kv.).....	91
Figur 51. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto rederi notert hele perioden.....	93
Figur 52. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 2003(2.kv.)-2007 .....	94
Figur 53. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i rederier notert etter 2004.....	96
Figur 54. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto samlet og notert hele perioden, 2003(2.kv.)- 2007.....	96
Figur 55. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto m/justeringer, 2003(2.kv.)-2007 .....	97
Figur 56. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 20 % minste og 80 % største rederiene, 1994- 2007.....	98
Figur 57. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto etter markedsverdi, 1994-2007.....	99
Figur 58. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, 80 % minste og 20 % største rederiene, 1994- 2007.....	99
Figur 59. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto vs. gjennomsnittlig markedsverdi, 1994-2007 .....	100
Figur 60. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto fordelt på største eiers andel, 1994-2007 .	101
Figur 61. Børsutvikling, DOF, SOL, FAR, GULF og TIDE, 2003-2007 .....	104
Figur 62. Total utenlandsk eierandel, DOF, FAR og SOL, 2003-2007.....	104
Figur 63. Kjent utenlandsk eierandel, DOF, FAR og SOL, 2003-2007 .....	105
Figur 64. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto, DOF, FAR og SOL, 2003-2007.....	105
Figur 65. Markedsverdiutviklingen DOF, FAR og SOL, 2003-2007.....	106
Figur 66. Største eiers andel, DOF, FAR og SOL, 2003-2007.....	107
Figur 67. Oversikt over de ulike børsenes andel av omsetningen i Frontline aksjen, 2001-2007.....	108
Figur 68. Justert kjent utenlandsk eierandel, 1994-2007.....	113

**Tabelltekst liste**

Tabell 1. Eierstruktur i alle selskaper og børsnoterte selskaper, 2002 .....	18
Tabell 2. Tidligere studier på utenlandsk eierandel .....	18
Tabell 3. Oversikt over databasen .....	34
Tabell 4. Desilfordeling av rederiene på Oslo Børs, 1994-2007 .....	47
Tabell 5. Aksjonærfordeling i rederiene notert på Oslo Børs, 1994/2007' .....	56
Tabell 6. Kjent utenlandsk eierandel i rederier notert etter 2004 .....	81
Tabell 7. Største eier, DESSC, DOCK, GOGL, SIOFF, SUBC .....	82
Tabell 8. Største eier, ODF, FAR, BGS, GRR .....	83
Tabell 9. Utenlandske eiere med norsk tilknytning.....	84
Tabell 10. Norwegian Cruise Lines og Bergesen avnoteringsinformasjon .....	90
Tabell 11. Utenlandsk eierandel gjennom forvalterkonto i rederier notert etter 2004 .....	95
Tabell 12. Oversikt over største eiers andel, 1994 til 2007 .....	102
Tabell 13. Hemen Holdings eierandel i Frontline, 2001-2007 .....	109
Tabell 14. 20 største aksjonærs andel og norsk andel blant 20 største aksjonærer, 2001-2007 ....	109
Tabell 15. Gjennomsnittlig utenlandsk eierandel m/ ulike justeringer.....	113