

# *Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012*



---

# *Innhold*

<b>1. Introduksjon</b>	<b>3</b>
<b>2. Oppsummering av årets undersøkelse</b>	<b>4</b>
<b>3. Metodikk og utvalg</b>	<b>5</b>
3.1. Definisjoner og tilnærming	5
3.2. Utvalg	6
<b>4. Resultater fra undersøkelsen</b>	<b>7</b>
4.1. Risikofri rente	7
4.2. Markedsrisikopremie	8
4.3. Småbedriftspremie	10
4.4. Investeringshorisont	13
4.5. Eierstrukturens påvirkning på avkastningskravet	14

# 1. Introduksjon

PwC Deals har i samarbeid med Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) gjennomført en undersøkelse av risikopremien for det norske markedet, risikofri rente og synet på å inkludere småbedriftspremie i avkastningskravet. Undersøkelsen baseres på svar fra 294 av NFFs 1 200 medlemmer som tilsvarer en svarprosent på 25%. Undersøkelsen gjennomføres for første gang i 2011, og basert på tilbakemelding på årets undersøkelse vil det vurderes om den skal gjennomføres årlig. Tilsvarende undersøkelser gjennomføres årlig av blant annet PwC Sverige.

Formålet med studien er få et innblikk i norske aktørers oppfatning av størrelsen på markedsrisikopremien, risikofri rente og småbedriftspremie (small stock premium) i det norske markedet. Undersøkelsens respondenter er analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet og anses derfor å ha gode forutsetninger for å besvare undersøkelsen. Respondentene arbeider med investeringer, verdivurderinger og finansielle analyser, samt gir råd til aktører i det norske markedet – og således kan deres formening gi en indikasjon på markedets syn på sentrale finansielle størrelser i Norge.

Intensjonen er at undersøkelsen hvert år kan kompletteres med ett eller flere dagsaktuelle tema. Etter en relativt rolig og stabil utvikling i det norske aksjemarkedet i årets fem første måneder, har statsgjeldproblemene og høy arbeidsledighet i flere land i Europa påvirket utviklingen negativt. I løpet av en to ukers periode i overgangen fra juli til august fikk vi et markant fall i OSEBX på hele 19%. En ny bunnotering så vi i begynnelsen av oktober, da indeksen var helt nede mot 320 - sett hele året under ett innebar dette et fall på 27%. Per 21. november var kursen 364.

Turbulente aksjemarkeder fører til utfordringer for investorer og deres aksjestrategier, og i året undersøkelse spør vi derfor; "Hvor lang investeringshorisont bør man ha for å investere i aksjer?". Tidshorisonten for investeringer henger uløselig sammen med risikoprofil og generelt vil lengre horisont gi mindre sannsynlighet for tap. Tidshorisonten vil således si noe om risikoprofilen til investorer i det norske aksjemarkedet, samt deres forventning til videre utvikling.

De senere årene har det vært stort fokus på eierstyring og selskapsledelse (corporate governance) internasjonalt og i Norge. OECD har et pågående arbeid med å utvikle og påvirke utøvelsen av eierskap og selskapsledelse i sine medlemsland der Norge deltar aktivt. Det kan derfor være interessant å se om markedet over tid endrer syn på betydning av eierstruktur ved sine investeringsbeslutninger. Årets undersøkelse inkluderer derfor et spørsmål på hvorvidt selskapets eierstruktur påvirker avkastningskravet for enkeltelskaper, samt hvorvidt statlig eierskap påvirker avkastningskravet for enkeltelskaper.

## 294 svar

*Undersøkelsen baseres på svar fra 294 av NFFs 1 200 medlemmer som tilsvarer en svarprosent på 25 %.*

## 2. Oppsummering av årets undersøkelse

### Hovedfunnene i årets undersøkelse er følgende:

- Markedsrisikopremien i det norske markedet ligger på 5% for 2011 og 2012.
- Som risikofri rente benyttes i størst grad 10-årig statsobligasjon for det norske markedet. Flere av respondentene bemerker at risikofri rente varierer med lengden på underliggende kontantstrøm, således vil den risikofrie renten være situasjonsbetenget.
- Hovedvekten av aktørene benytter et påslag (small stock premium) i avkastningskravet for små selskaper. For selskaper med markedsverdi over 2 milliarder er det relativt stor enighet om størrelsen på påslaget mellom respondentene, mens det er større spredning i svarene rundt størrelsen på premien for selskaper med verdi under 0,5 milliarder.
- Det er ingen entydige svar hva gjelder investeringshorisont for investeringer i aksjer blant respondentene, dog viser medianen at man bør ha en horisont på 6-8 år.
- Respondentene mener at et selskaps eierstruktur i relativt stor grad påvirker avkastningskravet som settes på enkeltelskaper. Hvorvidt statlig eierskap påvirker avkastningskravet i positiv eller negativ retning er det liten enighet om.

Oppsummering av hovedfunn		Svar prosent
Markedsrisikopremie 2011 og 2012	Median 5% Vektet snitt: 5,2%	
Risikofri rente	10-årig statsobligasjon	44 %
	5-årig statsobligasjon	21 %
Småbedriftspremie	Benyttes	77 %
Markedsverdi over 5 mrd	Median 0%	
Markedsverdi 2-5 mrd	Median 0,0% - 1,0%	
Markedsverdi 1-2 mrd	Median 1,0% - 2,0%	
Markedsverdi 0,5-1 mrd	Median 2,0% - 3,0%	
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd	Median 3,0% - 4,0%	
Markedsverdi 0-0,1 mrd	Median 3,0% - 4,0%	
Investeringshorisont	Median 6-8 år	
Eierstruktur	Påvirker avkastningskravet	73 %
Statlig eierskap	Ingen påvirkning	57 %
	Øker avkastningskravet	21 %
	Reduserer avkastningskravet	22 %

# 3. Metodikk og utvalg

## 3.1. Definisjoner og tilnærming

I det følgende redegjøres det for viktige konseptuelle definisjoner benyttet i undersøkelsen, samt metodiske forutsetninger.

### **Risikofri rente**

Risikofri rente er den avkastningen som kan oppnås på sikre verdipapirer, dvs. at man har full sikkerhet for at man oppnår nominell avkastning. Risikofri rente er i undersøkelsen definert som den risikofrie renten man bør benytte i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. Avkastningskravet for egenkapitalen er gitt ved CAPM (Capital Asset Pricing Model).

### **Markedsrisikopremien**

Markedsrisikopremien er et viktig og mye omtalt mål i finansverdenen, og denne kan referere til tre ulike konsepter<sup>1</sup>:

#### **1. Påkrevd markedsrisikopremie (required market risk premium):**

Den meravkastningen en investor krever på en diversifisert portefølje (markedet) i forhold til risikofri rente. Denne benyttes for å kalkulere avkastningskravet på egenkapitalen (CAPM).

#### **2. Historisk markedsrisikopremie:**

Den historiske meravkastningen som aksjemarkedet har gitt over (risikofrie) statsobligasjoner.

#### **3. Forventet markedsrisikopremie:**

Den forventede meravkastningen gitt ved investeringer i aksjemarkedet i forhold til (risikofrie) statsobligasjoner.

I denne studien undersøkes det førstnevnte konseptet av markedsrisikopremien, det vil si den langsiktige markedspremien, definert

som forskjellen mellom avkastningskravet og risikofri rente respondenten *ville ha benyttet* for Oslo Børs for årene 2011 og 2012.

Det finnes to tilnærminger som vanligvis anvendes ved undersøkelser på risikopremiens nivå i aksjemarkedet; måling av premien "ex post" eller "ex ante". Måling av risikopremien "ex post" innebærer i korthet sammenligning av avkastning oppnådd gjennom kapitalplasseringer i *aksjeforfølger* over lengre perioder og avkastning oppnådd ved kapitalplassering i *risikofrie* instrumenter over lengre perioder.

I følge Dimson et al. (2006) har Norge i gjennomsnitt hatt en årlig markedsrisikopremie i perioden 1900 til 2005 på 5,7% basert på et aritmetisk gjennomsnitt og 3,07% basert på et geometrisk gjennomsnitt.

Risikopremiestudier "ex ante" baseres på markedsaktørers krav til aksjeplasseringers avkastning utover den risikofrie renten. Jamfør definisjonen på markedsrisikopremien som benyttes i denne studien – vil en "ex ante" metodikk bli benyttet i denne undersøkelsen.

### **Småbedriftspremie**

Småbedriftspremie er et tillegg til avkastningskravet for egenkapitalen som følge av at små bedrifter historisk sett har hatt høyere avkastning enn større selskaper, samtidig som det ofte er knyttet høyere risiko til små selskaper (større avhengighet til nøkkelpersoner, enkeltprodukter eller kunder). Selskapets størrelse er definert ut i fra selskapets *markedsverdi*. Undersøkelsen kartlegger hvorvidt respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie, samt størrelsen på det eventuelle påslaget.

<sup>1</sup> Pablo Fernández, Market Risk Premium: Required, historical and expected, WP No 574, October 2004

## 3.2. Utvalg

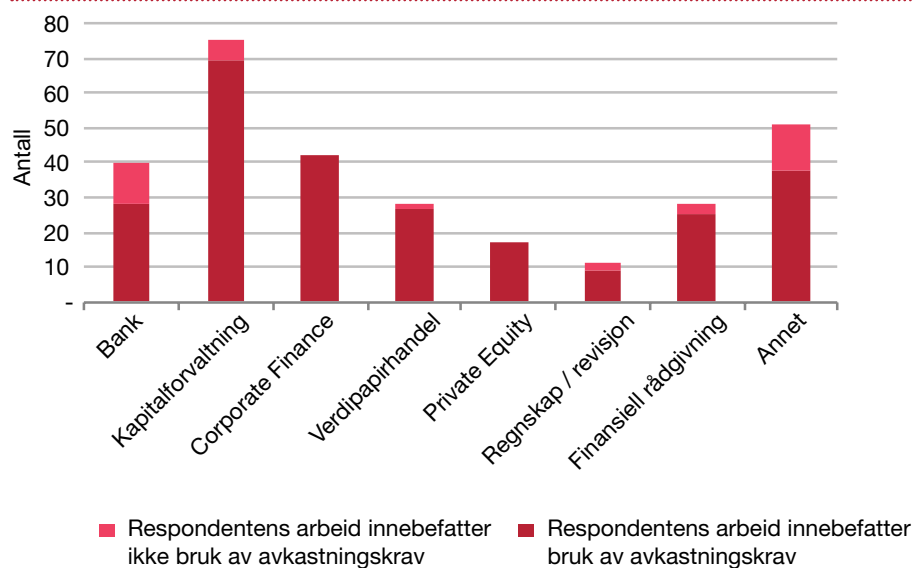
Undersøkelsens utvalg er Norske Finansanalytikeres Forenings (NFFs) medlemmer. NFF er et stort norsk nettverk av analytikere og økonomer med erfaring fra det norske finans- og aksjemarkedet. Nettverkets medlemmer anses derfor å ha gode forutsetninger for å besvare undersøkelsen, samtidig som dette er aktører som i stor grad utarbeider analyser, verddivurderinger og gir finansielle råd for aktører i det norske markedet – og således kan deres formening gi en indikasjon på markedets syn på sentrale finansielle størrelser i Norge.

Totalt ble undersøkelsen sendt til 1193 e-post adresser, og i perioden 24. oktober 2011 til 10. november mottok vi 294 svar. Dette tilsvarer en svarprosent på 25%.

Respondentene ble spurt om i hvilken av følgende kategorier de arbeidet: Bank, kapitalforvaltning, corporate finance, verdipapirhandel, private equity eller "annet". Resultatene viser at høyest andel av respondentene arbeider innen kapitalforvaltning, 26%, mens 18% jobber innen kategorien "annet", se figur 3.1. Flere av respondentene i kategorien "annet" har oppgitt at de arbeider i ulike økonomi- og lederstillinger, for eksempel "konserndirektør", "CFO" eller "controller". Enkelte har også oppgitt at de arbeider innen industrier som "shipping" og "olje og gass", eller med "risikostyring" og "kredittanalyse".

Respondentene ble også spurt om de arbeidet med investeringer, verddivurderinger eller andre oppgaver som innebærer bruk av avkastningskrav, se figur 3.1. Totalt svarte 255 (87%) av respondentene

Figur 3.1: Respondentkarakteristikk

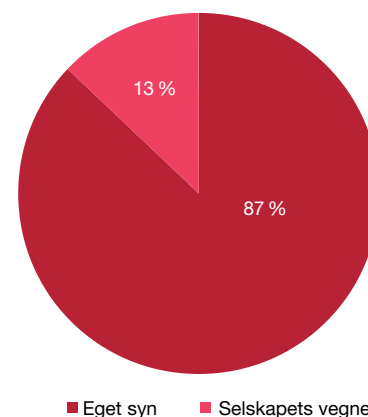


at de arbeider med denne type oppgaver, og 13% at de ikke arbeider med denne type oppgaver. Alle data er analysert opp i mot denne karakteristikken og det vil påpekes dersom svarene fra respondentene som ikke arbeider med avkastningskrav avviker fra de resterende respondentenes svar.

En interessant karakteristikke ved respondentene er hvorvidt disse svarer på vegne av seg selv eller på vegne av selskapet de arbeider for når de uttaler seg om de ulike risikopåslagene. 256 (87%) av respondentene har svart på vegne av sitt eget syn, mens 13% har svart på selskapets vegne, se figur 3.2. Dette er en ønskelig fordeling da kvalitetene i dataen blir god når respondentene har basert seg på sine kvalifiserte meninger og ikke fastsatte

standarder fra selskapet de arbeider for. Svarene på de ulike spørsmålene er også analysert opp i mot denne respondentkarakteristikken og eventuelle utslag vil bemerkes i rapporten.

Figur 3.2: Respondentkarakteristikk



## 4. Resultater fra undersøkelsen

### 4.1. Risikofri rente

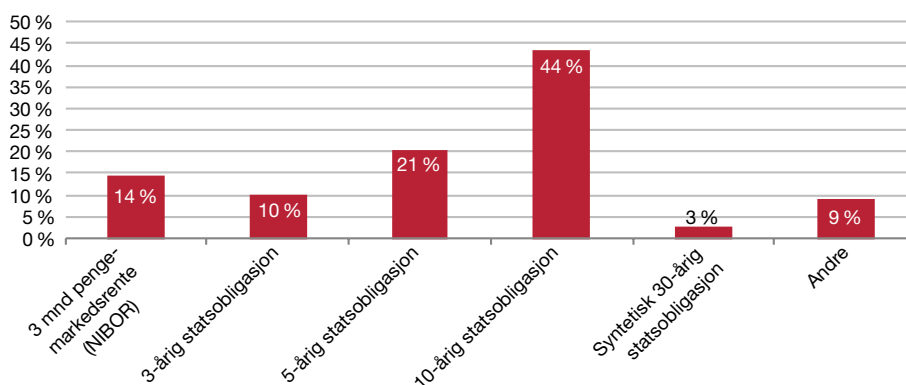
Respondentene ble spurt om hva som bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet til egenkapitalen for norske selskaper. Resultatene er vist i figur 4.1. En klar hovedvekt av respondentene, 127 stykker (44%), svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet. 60 stykker (21%) svarer at 5-årig statsobligasjon bør benyttes og 42 stykker (14%) mener at 3-måneders pengemarkedsrente (NIBOR) bør benyttes. 9% har valgt alternativet "andre". Flere av disse har kommentert at de benytter en risikofri rente som samsvarer med horisonten på den aktuelle kontantstrømmen. Enkelte oppgir at de benytter 3-måneders statskasseveksler, mens andre benytter ulike swaprenter, amerikanske obligasjonsrenter, EURIBOR eller kombinasjoner av rentepapirer med ulik løpetid.

Rentenivåene i Europa og i Norge er på historisk lave nivåer per i dag. I enkelte tilfeller kan man oppleve å få en risikofri rente som er lavere enn forventet inflasjon gitt ved Norges Banks inflasjonsmål på 2,5%. Dersom man skal estimere en kontantstrøm med terminalverdi og avkastningskravet er basert på et instrument med rente under 2,5% gir dette implisitt en negativ risikofri realrente i terminalverdien. Dette kan føre til at enkelte aktører i ulike perioder vil være nødt til å revurdere hvilke instrumenter som benyttes som risikofri rente i avkastningskravet.

## 10-årig statsobligasjon

En klar hovedvekt av respondentene, 127 stykker (44%), svarer at 10-årig statsobligasjon bør benyttes som risikofri rente i avkastningskravet.

Figur 4.1: Risikofri rente



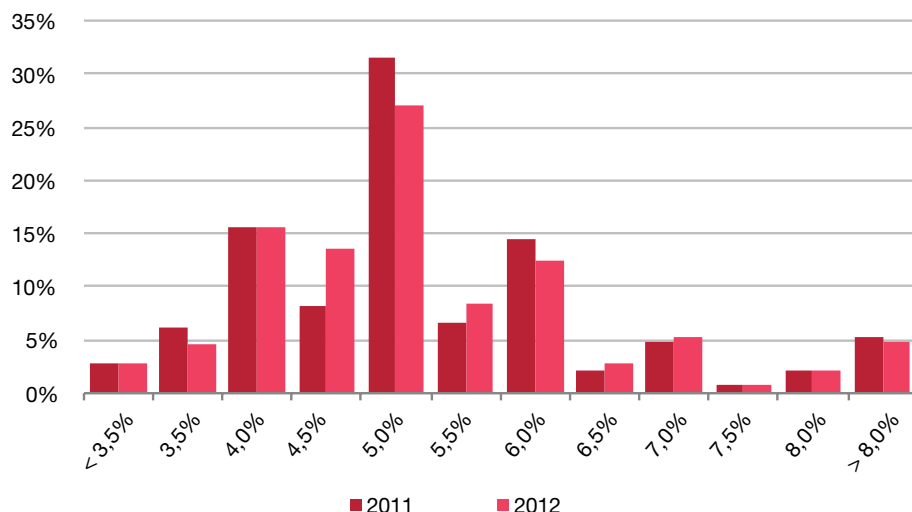
## 4.2. Markedsrisikopremie

I figur 4.2 presenteres respondentenes formening om hva de ville benyttet som langsiktig markedspremie på Oslo Børs for årene 2011 og 2012, definert som forskjellen mellom avkastningskravet og risikofri rente. Hovedvekten av respondentene, 93 stykker (32%) ville benyttet en markedspremie på 5% for 2011. Andelen er noe lavere for 2012, der 27% svarer at de ville benyttet en markedspremie på 5%.

Beregnes et vektet snitt for markedsrisikopremien får vi en gjennomsnittlig risikopremie på 5,2% for både 2011 og 2012, se tabell 4.3. Medianen indikerer en markedsrisikopremie på 5,0% for begge årene. Spredningen i svarene er vist i figur 4.4.

**93** respondenter (32%) ville benyttet en markedspremie på **5%** for 2011

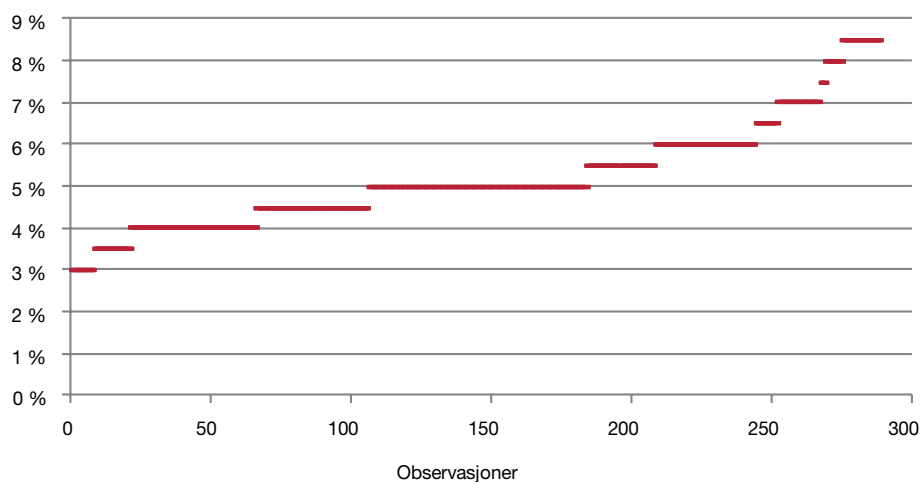
Figur 4.2: Markedsrisikopremien 2011 og 2012



Tabell 4.3

Markedsrisikopremie	2011	2012
Vektet snitt	5,2 %	5,2 %
Median	5,0 %	5,0 %

Figur 4.4: Markedsrisikopremien - spredning i svarene

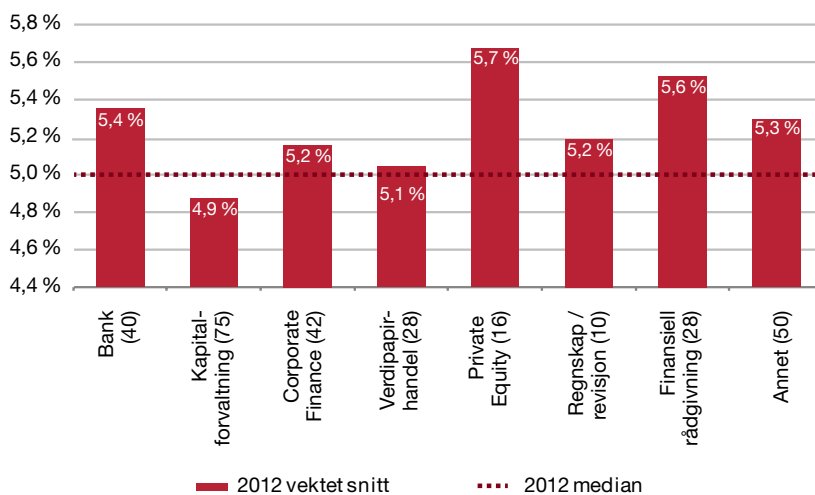


Dersom man ser nærmere på hva de ulike aktørene innenfor de forskjellige arbeidsområdene mener om markedsrisikopremien, viser resultatene små forskjeller (se figur 4.5). Et vektet snitt viser at samtlige aktører ville ha benyttet en markedspremie i området rundt 5%. Aktørene innen kapitalforvaltning (totalt 75 respondenter) vil benytte en noe lavere markedsrisikopremie enn de øvrige aktørene, mens aktører innen private equity (totalt 16 respondenter) ligger på et noe høyere nivå, dog er forskjellene marginale.

Det er ingen vesentlige forskjeller i nivået på markedspremien mellom respondentene som arbeider med avkastningskrav til daglig og respondentene som ikke gjør det, eller mellom respondentene som svarer på vegne av sitt eget syn eller på vegne av selskapet.

Det er første gang denne undersøkelsen gjennomføres av PwC og NFF og det eksisterer dermed ikke noe direkte sammenligningsgrunnlag for størrelsen på markedsrisikopremien. Fernández et al. (2011) har gjennomført en internasjonal undersøkelse om størrelsen på markedsrisikopremien der blant annet Norge er inkludert. Sammenlikner vi våre resultater med denne undersøkelsen ser vi at resultatene er i tråd med deres resultater for Norge (merk at denne undersøkelsen baseres på kun 30 respondenter for Norge), og også på nivå med markedsrisikopremien som kreves i andre lands markeder, se tabell 4.6.

Figur 4.5: Gjennomsnittlig markedspremie 2012



Antall respondenter innen hvert arbeidsområde er gitt i parentes i figuren.

Tabell 4.6: Markedsrisikopremie 2011

Land	Gj.snitt	Median	St.avvik	Max	Min	Antall
Frankrike	6,0 %	6,0 %	5,0	11,4 %	2,0 %	45
Sverie	5,9 %	5,5 %	1,4	10,6 %	3,9 %	38
<b>Norge</b>	<b>5,5 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>1,6</b>	<b>11,7 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>30</b>
USA	5,5 %	5,0 %	1,7	15,0 %	1,5 %	1 503
Danmark	5,4 %	4,5 %	3,3	14,0 %	2,0 %	12
Finland	5,4 %	4,7 %	2,0	12,0 %	3,5 %	18
Tyskland	5,4 %	5,0 %	1,4	12,4 %	3,0 %	71
UK	5,3 %	5,0 %	2,2	22,0 %	1,5 %	930

PwC Sverige har gjennomført en undersøkelse for det svenske markedet i mars 2011. Denne viser en gjennomsnittlig markedspremie på 4,5% basert på aritmetisk snitt og

median, altså et noe lavere snitt enn resultatet presentert i tabell 4.6. Undersøkelsen baserer seg på 38 respondenter.

### 4.3. Småbedriftspremie

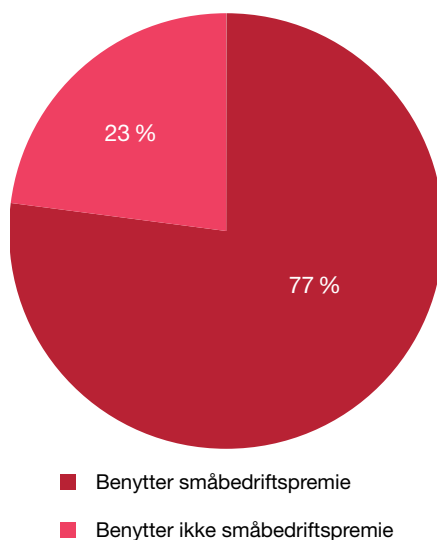
Undersøkelsen kartlegger hvorvidt respondentene mener det bør benyttes en småbedriftspremie, en såkalt small stock premium, i avkastningskravet for små selskaper. 77%, det vil si 226 av respondentene, mener at det bør benyttes et slikt påslag i avkastningskravet for små selskaper, se figur 4.7. Dersom man kun ser på respondentene som svarer på selskapets vegne viser resultatene at 87% mener at det skal benyttes en småbedriftspremie i avkastningskravet.

Bakgrunnen for å benytte en småbedriftspremie er at det ofte er knyttet høyere risiko til små selskaper blant annet på grunn av at deres fremtidige kontantstrømmer i stor grad kan være avhengige av nøkkelpersoner, enkeltprodukter eller enkeltkunder og de kan ha større utfordringer med å få finansiering. Det er utbredt praksis å justere for slike forhold, men det er forskjellig praksis om det justeres for denne økte risikoen i kontantstrømmen direkte eller ved hjelp av en småbedriftspremie eller andre typer påslag i kravet.

Respondentene som mener at det burde benyttes en småbedriftspremie i avkastningskravet ble spurt om å angi den prosentvise størrelsen på premien gitt selskapets markedsverdi. Figur 4.8 viser småbedriftspremien for selskaper av ulik størrelse basert på medianen. Respondentene som ikke benytter småbedriftspremie er ikke inkludert i resultatene.

I tråd med forventning øker størrelsen på småbedriftspremien jo mindre markedsverdi selskapet har. Basert på median, bør det ikke benyttes en småbedriftspremie for selskaper med markedsverdi over 5 mrd.

Figur 4.7: Småbedriftspremie



For selskaper med markedsverdi fra 2-5 milliarder viser medianen at det bør benyttes et påslag på 0-1%. For selskaper med verdi 0,5-1 milliarder bør det benyttes et påslag på 2-3% i avkastningskravet, mens selskapene med markedsverdi fra 0-0,5 milliarder bør ha et påslag på 3-4%. Tabell 4.9 oppsummerer vektet snitt og median for småbedriftspremien gitt de ulike intervallene i markedsverdi.

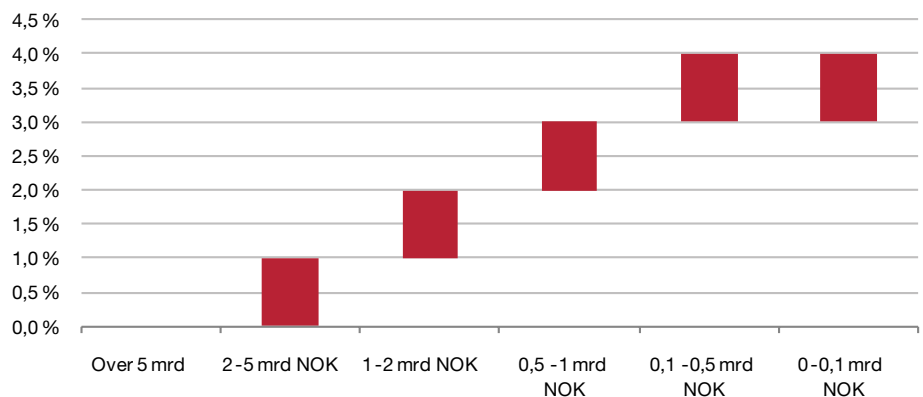
**77 %**, det vil si 226 av respondentene, mener at det bør benyttes et påslag i avkastningskravet for små selskaper

*Basert på median, bør det ikke benyttes en småbedriftspremie for selskaper med markedsverdi over 5 mrd*

*Spredningen i respondentenes svar vedrørende størrelsen på småbedriftspremien er større jo mindre selskapet antas å være*

Tilsvarende undersøkelse gjennomført på det svenske markedet av PwC Sverige viser at resultatene er relativt sammenfallende. 89% i den svenske undersøkelsen svarer at de benytter en småbedriftspremie i avkastningskravet. Gjennomsnittlig størrelse på småbedriftspremien i Sverige er presentert i tabell 4.10. Premien for selskaper med børsverdi over 5 mrd svenske kroner er angitt til 0,8% (mars 2011) sammenlignet med 0,9% for selskaper med markedsverdi over 5 mrd norske kroner. Småbedriftspremien for svenske selskaper med markedsverdi på 2 mrd svenske kroner er anslått til 1,4% sammenlignet med 1,5% for norske selskaper med markedsverdi mellom 2 og 5 milliarder norske kroner. Størrelsen på premien for de minste selskapene ligger på et noe høyere nivå for de norske selskapene enn de svenske selskapene.

**Figur 4.8: Small stock premium - Median**



**Tabell 4.9**

Småbedriftspremie	Vektet snitt*	Median
Markedsverdi over 5 mrd	0,9 %	0,0 %
Markedsverdi 2-5 mrd NOK	1,5 %	0,0% - 1,0%
Markedsverdi 1-2 mrd NOK	2,1 %	1,0% - 2,0%
Markedsverdi 0,5-1 mrd NOK	2,9 %	2,0% - 3,0%
Markedsverdi 0,1-0,5 mrd NOK	3,6 %	3,0% - 4,0%
Markedsverdi 0-0,1 mrd NOK	4,5 %	3,0% - 4,0%

\* Vektet snitt er beregnet som midtpunktet i intervallet

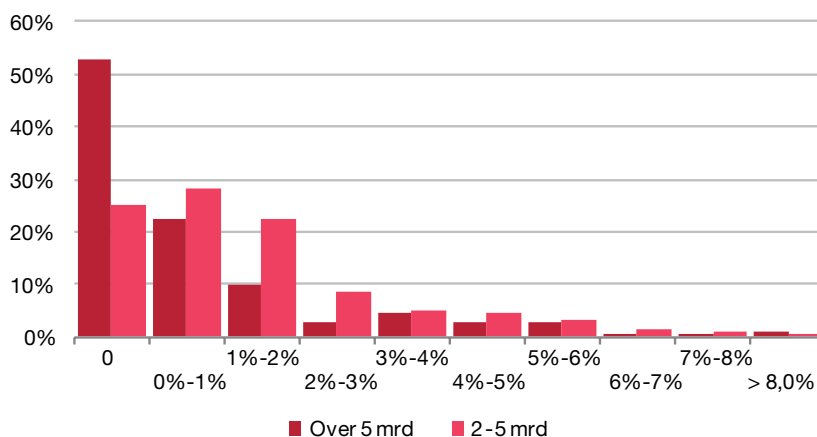
**Tabell 4.10**

Småbedriftspremie - Sverige	Feb 2007	Feb 2008	Feb 2009	Mars 2010	Mars 2011
Børsverdi 5 mrd SEK	1,0 %	0,6 %	1,2 %	0,7 %	0,8 %
Børsverdi 2 mrd SEK	1,3 %	1,3 %	1,6 %	1,2 %	1,4 %
Børsverdi 0,5 mrd SEK	2,0 %	2,5 %	2,6 %	2,2 %	2,6 %
Børsverdi 0,1 mrd SEK	3,1 %	3,9 %	3,9 %	3,8 %	3,8 %

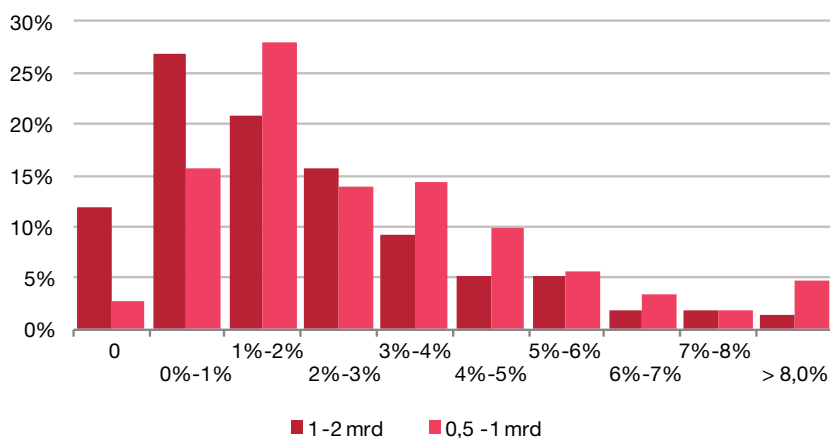
Spredningen i respondentenes svar vedrørende størrelsen på småbedriftspremien er større jo mindre selskapet antas å være, det vil si at standardavviket er høyere og det er mindre entydighet i svarene. De tre figurene 4.11 - 4.13 viser svarandelen for de ulike småbedriftspremiene for selskaper av ulik størrelse.

I figur 4.11 ser vi at over 50 % av respondentene mener at risikopåslaget er lik 0 for selskaper over 5 milliarder og 22 % mener den bør settes mellom 0-1 %. Svarene viser en tydelig avtakende fordeling mot venstre. Til sammenligning viser figur 4.13 ikke en tydelig avtakende fordeling mot venstre. 18% av respondentene mener at det bør benyttes en småbedriftspremie på over 8 % for selskaper med markedsverdi fra 0-0,1 milliarder, samtidig mener 22 % at premien kun bør være 2-3 %. Det er altså et betydelig sprik mellom hva de ulike respondentene mener er korrekt småbedriftspremie for selskaper med markedsverdi fra 0,5 milliarder og mindre.

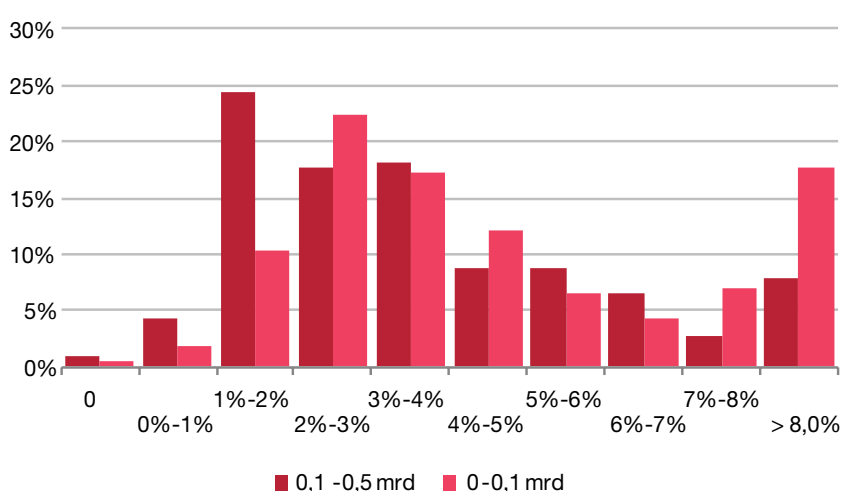
**Figur 4.11: Markedsverdi over 5 mrd og 2-5 mrd**



**Figur 4.12: Markedsverdi 1-2 mrd og 0,5-1 mrd**



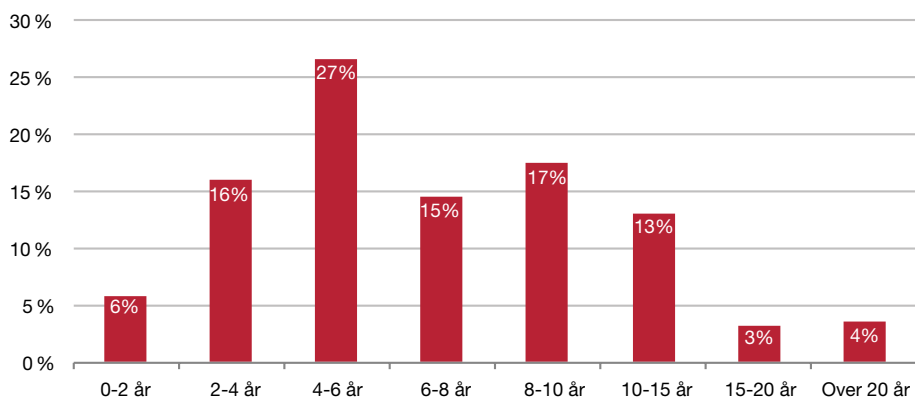
**Figur 4.13: Markedsverdi 0,1-0,5 mrd og 0-0,1 mrd**



## 4.4. Investeringshorisont

Figur 4.14 viser at det er betydelig spredning i respondentenes syn på hvor lang investeringshorisont man bør ha ved aksjeinvesteringer. Et vektet snitt for det totale utvalget gir en tidshorisont på 7,5 år, mens medianen gir en tidshorisont på 6 til 8 år. Størst svarandel med 27 % oppnår en horisont på mellom 4 og 6 år mens 17 % mener at en horisont på 8 til 10 år vil være optimalt.

Figur 4.14: Investeringshorisont for å investere i aksjer



# 6 - 8 år

Medianen indikerer at man bør ha en tidshorisont på 6 - 8 år for å investere i aksjer.

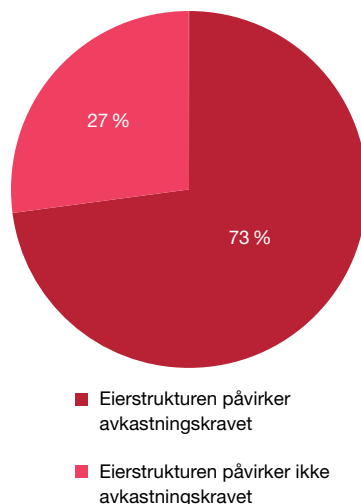
## 4.5. Eierstrukturs påvirkning på avkastningskravet

Som følge av et økende fokus på eierstyring og selskapsledelse er det interessant å se hvorvidt respondentene mener at eierstrukturen i enkeltelskaper påvirker avkastningskravet. 73% av respondentene, 214 stykker, mener at eierstruktur har påvirkning på avkastningskravet, se figur 4.15. Dette er i tråd med hva vi ville forventet og også en av årsakene til det økte fokus på og arbeid med eierstyring og selskapsledelse. Det blir spennende å se om dette synet endres over tid.

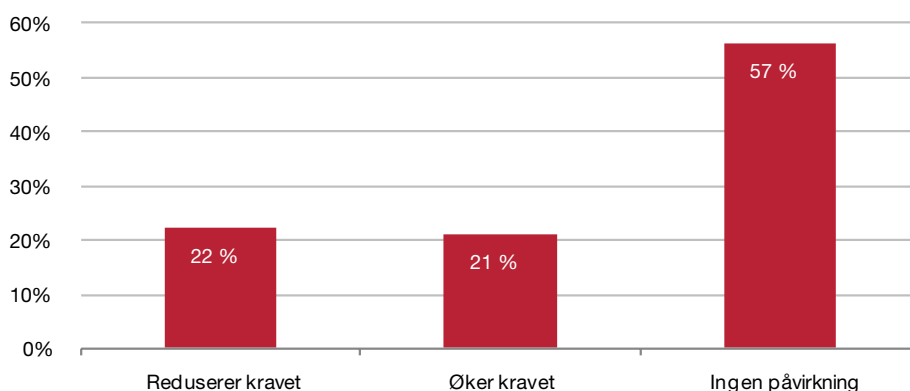
Resultatene for respondentene som svarer på vegne av sitt selskap viser at en noe lavere andel på 68% mener at eierskapsstruktur påvirker avkastningskravet. For respondentene som ikke arbeider med avkastningskrav til daglig mener 86% at eierskapsstruktur påvirker avkastningskravet.

Undersøkelsen stilte også spørsmål om hvilken effekt *statlig eierskap* eventuelt har på avkastningskravet for enkeltelskaper. Resultatene viser at det i liten grad er noe entydig syn på dette blant respondentene. Som vist i figur 4.16 ser vi at 57% (165 respondenter) mener at statlig eierskap *ikke* vil ha noen effekt på størrelsen på avkastningskravet, 21% (62 respondenter) mener at statlig eierskap fører til *økt* avkastningskrav, mens 22% mener at dette *reduserer* avkastningskravet.

Figur 4.15: Påvirker eierstrukturen avkastningskrav



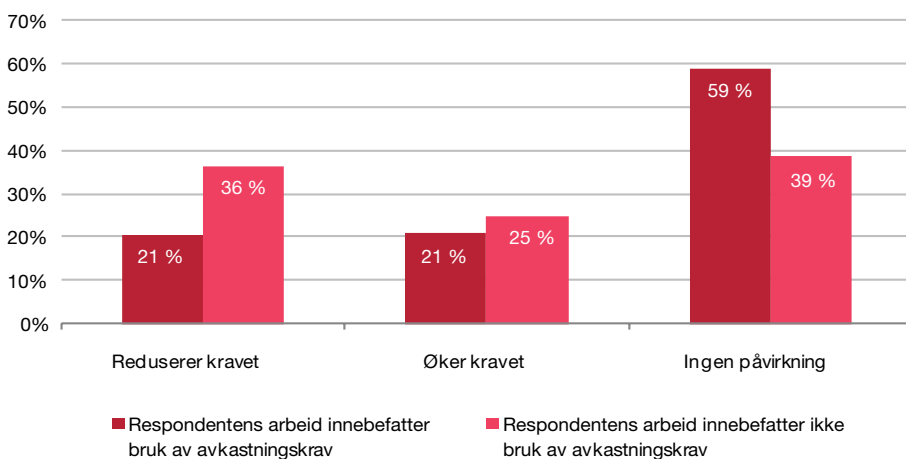
Figur 4.16: Påvirker statlig eierskap avkastningskravet



Justeres disse svarene for den andelen av respondenter som ikke arbeider med verddivurderinger, kapitalforvaltning eller andre oppgaver som innebefatter bruk av avkastningskrav (se figur 4.17) holder andelen som mener at statlig eierskap fører til økt avkastningskrav seg stabil, mens andelen som mener at slikt eierskap ikke har noen innvirkning på deres avkastningskrav øker med to

prosentpoeng til 59%. Dersom kun respondentene som ikke arbeider med avkastningskrav analyseres, mener 25% av respondentene at statlig eierskap vil øke deres avkastningskrav, samtidig som 39% mener at det ikke vil ha noen påvirkning.

**Figur 4.17: Statlig eierskap og påvirkning på avkastningskravet**



**73 %** av respondentene, 214 stykker, mener at eierstruktur har påvirkning på avkastningskravet

# Takk til alle som har bidratt til undersøkelsen:

ABG Sundal Collier	Danske Capital	Handelsbanken Capital Markets
ABN AMRO	Danske Markets	Handelsbanken Kaptialforvaltning
AdvicePartner	Delta Invest	Handelshøyskolen BI
Advokatfirma Rosen & Co	Det norske oljeselskap	HCP
Agilis Group	DHT Corporate Services	Hegnar Media
Aker	DnB NOR Asset Management	Hektor
Aker Seafoods	DnB NOR Bank	Hydro Kapitalforvaltning
AksjeNorge	DnB NOR Kapitalforvaltning	Høidahl & Solheim
Aktiv Kapital	DnBNOR Markets	Industrifinans Capital
Alden	EDB-konsulent	Inocean
Alfred Berg Kapitalforvaltning	Eidsiva Vannkraft	Investinor
AmestoAccountHouse	Ernst & Young	Klaveness Marine
Arctic Paper Norge	EuroMerger Norway	KLP
Arctic Securities	Fearnley Finans Shipping	KLP Kapitalforvaltning
Asker Kommune	Ferd Capital	KPMG
Avocet Mining PLC og Douro Gold	Finansco	KS-Holding
Aweco Invest	Finøk AS/AF Kommunepartner	Kverva
Bama	First Securities	LRB Holding
Beha	Foinco / Altaria	Lyse Energi
Bolt Communicaton	Folketrygdfondet	Meritorius
Bridgehead Vest	Fondsfinans	Mustad Industrier
BW Ventures	Fondsfinans Kapitalforvaltning	NeoMed Management
Bwas Group	Formuesforvaltning	Nettbuss
CapMan	FSN Capital	Nexia
Captiva	Gabler Wassum	Nordea
Carnegie	Gjensidige	Nordea Fondene
Castelar Corporate Finance	Gjensidige Forsikring	Nordea Investment Management
CentraGruppen	Gjensidige Investeringsrådgivning	Nordea Markets
Cermaq	Gran Thornton	Den nordiske investeringsbank
Citigroup	Grieg Investor	NorgesGruppen
Connectum Capital Management	Grieg Shipping Group	Norne Securities
Converto Capital Management	Guardian Corporate	Norscan Partners
Crux Kommunikasjon	Hafslund	Northern Navigation Norway
Danske Bank	Handelsbanken	Norvestor Equity

Norwegian Securities	Sparebanken Sogn og Fjordane
NRP Asset Management	Sparebanken Sør
NRP Finans	Sparebanken Vest
NTE Marked	SR-Investyering
Nærings- og handelsdepartementet	Statkraft
ODIN Forvaltning	Statoil
Optimum	Statoil Kapitalforvaltning
Orkdal Sparebank	Stavseth Shipping
Orkla	Steinvender
Oslo Finans	Stenshagen Invest
Pangea Property Partners	Storebrand
Pareto Bank	Storebrand Kapitalforvaltning
Pareto Forvaltning	Subsea 7
Pareto Securities	Swedbank
Pensjon & Finans	Taiga Fund Management
Pharos Advisors	Telenor
PwC	Telenor Kapitalforvaltning
Ravi	Terra Markets
Revisjonsfirmaet Henning Grue	Transvega
Rokade	Troms Kraft
RS Platou Markets	Trondheim kommunale pensjon- skasse
Saga Corporate Finance	TrønderEnergi
Sandnes Sparebank	Umoe Restaurant Group
SEB	UNIFOR
SEB Merchant Banking	UpSource Nordic
Selvaag Invest	Usbl
SKAGEN	Vind
SMC	VJ Invest
Sparebank 1 Gruppen	Warren Securities
SpareBank 1 Markets	Wiersholm Advokatfirma
SpareBank 1 Ringerike Hadeland	Østfold Energi
Sparebank1 Livsforsikring	Andre enkeltpersoner (private investorer, pensjonister og studenter)
Sparebank1 SMN	

## Om NFF

Norske Finansanalytikers Forening ble stiftet i 1968. Foreningen har i overkant av 1250 medlemmer. Av aktiviteter kan nevnes: Selskapspresentasjoner, frokostmøter, seminarer, AFA-studiet, rente- og porteføljeforvaltningskurs, Stockman-prisen og publikasjonsutgivelser.

### **Foreningens formål er blant annet å:**

- bidra til allmenn forståelse av kapitalmarkedets funksjon og betydning for norsk økonomi
- bidra til gode rammebetingelser og et vel fungerende kapitalmarked
- bidra til en høy standard på det analysearbeid som utføres og fremme god håndtering av informasjon fra utsteder
- bidra til et høyt etisk nivå i finansanalyse, i forvaltning, ved rådgivning og ved omsetning av finansielle instrumenter

### **Guri Angell-Hansen**

**Mobil: 922 11 794**

**E-post: [guri.angell-hansen@finansanalytiker.no](mailto:guri.angell-hansen@finansanalytiker.no)**



# Om PwC Deals

PwC Deals hjelper investorer med å forstå grunnleggende finansielle antakelser forbundet med transaksjoner; ved oppkjøp, fusjoner, fisjoner, salg, emisjoner og børsnoteringer. Vi har et bredt tjenestespekter og bistår med alle aspekter av transaksjoner. Vi er markedsledende innen due diligence og verdivurdering og har markedets største kapasitet innen disse områder både nasjonalt og internasjonalt.

PwC Deals Valuation and Financial modelling leverer tjenester knyttet til verdivurdering av hele eller deler av selskap, opsjoner, kjøpsprisallokeringer, nedskrivningstester, finansielle analyser og modellering.

*PwCs tjenester innenfor finansiell modellering inkluderer bistand til utarbeidelse av modeller for:*

- *Beslutningsgrunnlag for oppkjøp og andre strategiske beslutninger*
- *Gjeldsbetingelser og likviditetsprognoser*
- *Kapitalbehov og finansiering*
- *Intern ledelsesrapportering*

*PwCs tjenester innenfor verdivurderinger inkluderer:*

- *Verdivurderinger av selskap og eiendeler*
- *Konserninterne transaksjoner*
- *Kjøpsprisallokeringer*
- *Nedskrivningstester*
- *Internprising av lån*
- *Opsjoner*



**Torbjörn Gärdehall**

*Mobil: 952 60 337*

*E-post: torbjorn.gardehall@no.pwc.com*



**Tor Harald Johansen**

*Mobil: 952 60 063*

*E-post: tor.harald.johansen@no.pwc.com*

