

Institutionelle investorers ejerandele i danske børsnoterede selskaber: Myter og realiteter

Claus Parum

Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: A number of (often conflicting) hypotheses concerning ownership of listed Danish shares by Danish insurance companies and pension funds exist among investors and economists alike. This paper is not supportive to most of these hypotheses. Our analysis does not indicate that insurance companies and pension funds in general prefer investing in large companies or companies with high turnover on the Stock Exchange, ie. in general there is neither a size effect nor a liquidity effect. In the early nineties the proportion of listed domestic shares owned by insurance companies and pension funds is constant.

1. Indledning

1.1. Hypoteser

Institutionelle investorer danner ofte udgangspunkt for artikler i aviser eller tidsskrifter. I stadig stigende omfang diskuteres deres nuværende og fremtidige betydning for dansk økonomi. I denne artikel vil vi primært beskæftige os med *spørgsmålet om de danske institutionelle pensionsinvestorers ejerskab i danske børsnoterede selskaber*.

I investor- og økonomkredse cirkulerer en lang række – ofte indbyrdes modstridende – hypoteser om de danske institutionelle pensionsinvestorer. Nedenfor er angivet en række af de væsentligste:

Hypoteser mht. likviditetseffekter. Danske institutionelle pensionsinvestorer har en lang tidshorisont, hvorimod de danske private spekulanter har en kort tidshorisont. Udenlandske investorer ønsker først og fremmest at eje KFX-aktier, fordi de typisk ønsker hurtigt at kunne købe og sælge danske aktier. Begge hypoteser trækker i retning af, at de danske institutionelle pensionsinvestorer især bør eje de mindre likvide og tungt omsættelige aktier. I modsat retning trækker et andet ofte fremført argument om, at de store danske institutionelle pensionsinvestorer først og fremmest vil eje meget likvide aktier, hvor de ikke påvirker kursdannelsen, når de køber og sælger aktier, idet de af gode grunde køber og sælger større poster.

Jeg ønsker at takke Margrét Jónasson for at have foretaget en del af databearbejdningen og Michael Møller for gode råd og konstruktive kommentarer. Artiklen er en forkortet udgave af Parum (1994).

Institutionelle investorers ejerandele i danske børsnoterede selskaber: Myter og realiteter

Claus Parum

Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: A number of (often conflicting) hypotheses concerning ownership of listed Danish shares by Danish insurance companies and pension funds exist among investors and economists alike. This paper is not supportive to most of these hypotheses. Our analysis does not indicate that insurance companies and pension funds in general prefer investing in large companies or companies with high turnover on the Stock Exchange, ie. in general there is neither a size effect nor a liquidity effect. In the early nineties the proportion of listed domestic shares owned by insurance companies and pension funds is constant.

1. Indledning

1.1. Hypoteser

Institutionelle investorer danner ofte udgangspunkt for artikler i aviser eller tidsskrifter. I stadig stigende omfang diskuteres deres nuværende og fremtidige betydning for dansk økonomi. I denne artikel vil vi primært beskæftige os med *spørgsmålet om de danske institutionelle pensionsinvestorers ejerskab i danske børsnoterede selskaber*.

I investor- og økonomkredse cirkulerer en lang række – ofte indbyrdes modstridende – hypoteser om de danske institutionelle pensionsinvestorer. Nedenfor er angivet en række af de væsentligste:

Hypoteser mht. likviditetseffekter. Danske institutionelle pensionsinvestorer har en lang tidshorisont, hvorimod de danske private spekulanter har en kort tidshorisont. Udenlandske investorer ønsker først og fremmest at eje KFX-aktier, fordi de typisk ønsker hurtigt at kunne købe og sælge danske aktier. Begge hypoteser trækker i retning af, at de danske institutionelle pensionsinvestorer især bør eje de mindre likvide og tungt omsættelige aktier. I modsat retning trækker et andet ofte fremført argument om, at de store danske institutionelle pensionsinvestorer først og fremmest vil eje meget likvide aktier, hvor de ikke påvirker kursdannelsen, når de køber og sælger aktier, idet de af gode grunde køber og sælger større poster.

Jeg ønsker at takke Margrét Jónasson for at have foretaget en del af databearbejdningen og Michael Møller for gode råd og konstruktive kommentarer. Artiklen er en forkortet udgave af Parum (1994).

Hypoteser mht. størrelseseffekter. På den ene side kan man argumentere for, at danske private investorer foretrækker ejerskab i store selskaber, fordi de ønsker at være aktionærer i selskaber, de kender i forvejen (Novo-Nordisk, Carlsberg, Den Danske Bank etc.). På den anden side kan man forvente, at når de danske private investorer sammensætter deres porteføljer, undervægtes de store selskaber, fordi de private investorer ikke er klar over, hvor stor markedsværdien af selskabernes aktiekapital er.¹ De to argumenter trækker i hver sin retning, når man skal vurdere, hvem der bør eje hvad i ligevægt.

Hypoteser mht. brancheeffekter. Pengeinstitutters bedre salgskanaler og særlige aktionærprodukter betyder, at private investorer er overvægtede i pengeinstitutter og institutionelle investorer er undervægtede. Rene simple porteføljeargumenter trækker i retning af manglende brancheeffekter.

Hypotese mht. investoreffekter. De »små« danske institutionelle pensionsinvestorer ejer primært aktier i de store/likvide selskaber, mens de »store« danske institutionelle pensionsinvestorer med stor analysekapacitet ejer aktier i såvel store/likvide selskaber som små/illikvide selskaber.²

Hypoteser mht. udvikling over tid. Dansk institutionel pensionsopsparing udgør en stor og stigende andel af den samlede opsparing i Danmark og af Danmarks nationalformue. Danske institutionelle pensionsinvestorer og danske institutionelle investorer under ét vil derfor eje en stadig stigende andel af det danske aktiemarked.

Set ud fra en empirisk synsvinkel fremkom i 1994 en analyse fra Ugebrevet Mandag Morgen, der (jf. afsnit 2) konkluderede, at de institutionelle pensionsinvestorer ikke var interesserede i de mindre og mellemstore virksomheder. Analysen er imidlertid ikke fuldstændig.

I det følgende vil vi forsøge at af- eller bekræfte en række af de ovenstående hypoteser gennem en empirisk analyse. Formålet med *afsnit 2 - afsnit 4* er at vurdere, om der eksisterer hhv. størrelseseffekter, likviditetseffekter og/eller brancheeffekter. I *afsnit 5* betragtes udviklingen i de institutionelle investorers ejerandele over tid. I *afsnit 6* fokuseres på de danske institutionelle investorers ejerandele i suspenderede danske børsnoterede selskaber, mens artiklens konklusioner opsummeres i *afsnit 7*.

1.2. Datamaterialet

Finanstilsynet offentliggør årligt en oversigt over danske institutionelle investorers ejerskab i selskaber noteret på Københavns Fondsbørs. I Finanstilsynets beretninger

1. Simple delelighedsproblemer er en anden årsag til, at A. P. Møller-selskaberne er undervægtede i mange private investorers aktieporteføljer.

2. Argumentet vil være analogt mht. obligationer tilhørende forskellige obligationsserier. Dvs. de »store« institutionelle pensionsinvestorer bør eje såvel likvide som illikvide obligationer, mens de »små« institutionelle pensionsinvestorer primært bør købe de likvide obligationer.

skelnes mellem otte typer af institutionelle investorer.³ For at fremhæve de overordnede tendenser er det hensigtsmæssigt at samle de otte typer af institutionelle investorer i færre grupper med nogenlunde fælles karakteristika. Dette er imidlertid ikke uproblematisk, fordi de institutionelle forhold varierer mellem grupperne. Der eksisterer således ikke en entydig »korrekt« måde at aggregere de forskellige typer af institutionelle investorer på. I de følgende afsnit benyttes fem grupper af institutionelle investorer: 1-4 Forsikringsselskaber og pensionskasser, 5 ATP og LD, 1-5 Forsikringsselskaber, pensionskasser, ATP og LD (kaldet danske institutionelle pensionsinvestorer), 6-8 Finansielle investorer og 1-8 Institutionelle investorer i alt.

Finanstilsynets publikation indeholder fire typer af oplysninger for hvert enkelt selskab, som ultimo året er noteret på Københavns Fondsbørs. Det drejer sig om selskabets samlede nominelle aktiekapital (inkl. eventuelle unoterede aktieklasser) ultimo året, hvilken procentandel af den nominelle aktiekapital, der ejes af forskellige typer af danske institutionelle investorer samt selskabets branche- og omsætningsforhold på Københavns Fondsbørs, hvor Finanstilsynets opdeling svarer til den, Københavns Fondsbørs anvender.

Oplysningerne fra Finanstilsynets publikationer er kombineret med oplysninger fra Københavns Fondsbørs' publikationer ultimo hvert år mht., hvilke selskaber der er noteret på Københavns Fondsbørs, hvert selskabs samlede nominelle aktiekapital samt markedsværdien af hvert selskabs aktiekapital.

I alle de efterfølgende analyser har vi valgt at eliminere udenlandske selskaber samt suspenderede selskaber i det pågældende år. Undersøgelsen dækker årene 1989-1992, og i hvert af årene indgår omkring 250 selskaber.

Hvis man har den opfattelse, at *fonde* specielt præger de store selskaber, vil man måske kritisere den anvendte metode for, at fondes ejerskab bør være elimineret *inden* der foretages analyser af de danske institutionelle pensionsinvestorerers ejerandele i danske børsnoterede aktieselskaber, og at det er denne »fejl«, der resulterer i de opnåede konklusioner. Dette er imidlertid ikke umiddelbart givet.

For det første har vi rent faktisk ikke kendskab til, om fonde under ét har større ejerandele i store selskaber end i små selskaber på Københavns Fondsbørs.⁴ Fonde har således godt nok betydelige ejerandele i A. P. Møller selskaberne, Novo-Nordisk og Carlsberg, men til gengæld er deres ejerandele meget beskedne i f.eks. de store pengeinstitutter.

3. 1 Skadesforsikringsselskaber, 2 Livsforsikringsselskaber, 3 Tværgående pensionskasser, 4 Firmapensionskasser, 5 ATP og LD, 6 Banker og sparekasser, 7 Børsmæglerselskaber og 8 Investeringsforeninger.

4. Den offentligt tilgængelige information om hvem der ejer aktierne på Københavns Fondsbørs er klart bedst belyst for institutionelle investorer, hvorimod ejeroplysninger for private investorer og erhvervsdrivende fonde er mere dunkle. Tidligere undersøgelser af ejerforhold på Københavns Fondsbørs findes bla. i Aarsø Nielsen (1992), McFall (1992), Movin & Jørgensen (1994), Nordic Securities Market (1994), Strandkov, Thomsen & Pedersen (1994), Mandag Morgen (1994), Terkelsen & Gregersen (1990) samt Gregersen (1992).

For det andet bør man være opmærksom på, at selvom fonde især har betydelige ejerandele i de store selskaber, betyder dette ikke automatisk, at resultaterne er forårsaget af denne skævhed. I princippet bør de gennemførte beregninger udelukkende ske med udgangspunkt i aktier, som reelt er frit omsættelige. Det betyder, at der ikke blot bør være korrigeret for fondsejerskab (f.eks. Carlsberg), men også for internt ejerskab i selskabssektoren (f.eks. Potagua, FLS, Aalborg Portland og NKT), private hovedaktionærer/»familieejede« selskaber (Radiometer), aktionæroverenskomster, selskabers egne aktier etc. Hvis man således *alene* korrigerer for fondsejerskab, vil man f.eks. tillægge »familieejede« selskaber en for stor vægt, og det er i høj grad en usikker affære at skønne over, hvornår »familieaktier« er frit omsættelige. Fokusering på en enkelt af ovenstående faktorer og korrektion for denne vil derfor ikke nødvendigvis medføre, at vores estimater kommer tættere på de sande værdier.

Mange af de ovennævnte korrektioner er komplicerede, fordi data er svært tilgængelige og af en ikke særlig god kvalitet. Vi har derfor valgt at se stort på alle disse indvendinger og i stedet for valgt at betragte verden, som den ser ud i praksis.

Data giver mulighed for at skelne mellem hypoteser, der dels relaterer sig til selskabers likviditets-, størrelses- og brancheforhold samt til type af institutionel investor (tværnsnitsdata), dels vedrører udviklingen i ejerandele over tid.

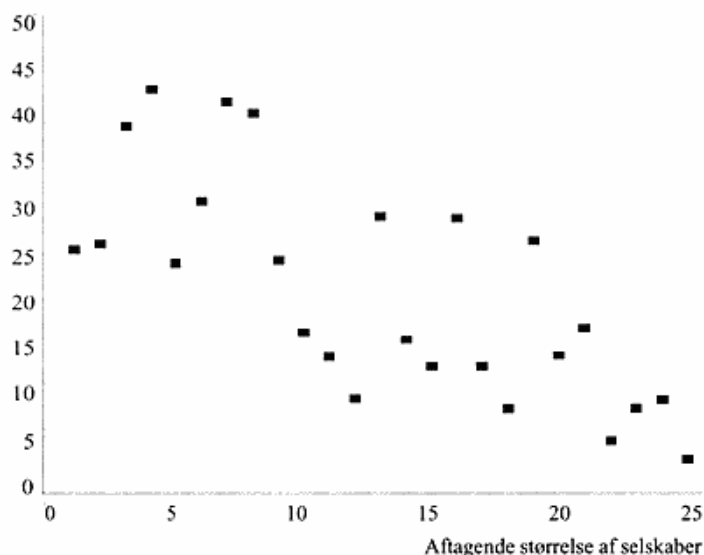
2. Danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i danske børsnoterede selskaber, når selskaberne grupperes efter størrelse

I dette afsnit vil vi anvende to forskellige men hver for sig umiddelbart rimelige metoder til at vurdere, om de danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i 1992 varierer med de danske børsnoterede selskabers størrelse. De to metoder fører imidlertid til vidt forskellige konklusioner. Man skal derfor være påpasselig med at fremkomme med skarpe konklusioner vedr. størrelseseffekter. *Vi kan ikke konkludere, at de institutionelle pensionsinvestorers ejerandele er højere i de store selskaber end i de små selskaber.*

En metode til at vurdere om der eksisterer en størrelseseffekt er at afbilde de institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i procent som funktion af markedsværdien af selskabernes aktiekapital.⁵ For at få et overskueligt indtryk heraf er selskaberne ind delt i grupper a 10 styk, som er sorteret i faldende orden efter markedsværdien af aktiekapitalen. I hver gruppe er den gennemsnitlige ejerandel herefter beregnet som et uvægtet gennemsnit af ejerandelene i gruppen. Resultatet er vist i figur 1, hvor de 25 grupper er afsat ud af x-aksen, startende med gruppe 1, der indeholder de største selskaber målt efter markedsværdien af aktiekapitalen (Novo-Nordisk, D/S 1912, D/S Svendborg, Carlsberg, Den Danske Bank etc.).

5. Metoden er bla. anvendt i Møller & Nielsen (1992).

Ejerandel i % (antalsinddeling)



Figur 1. Danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i danske børsnoterede selskaber, når selskaberne grupperes efter størrelse (antalsinddeling).

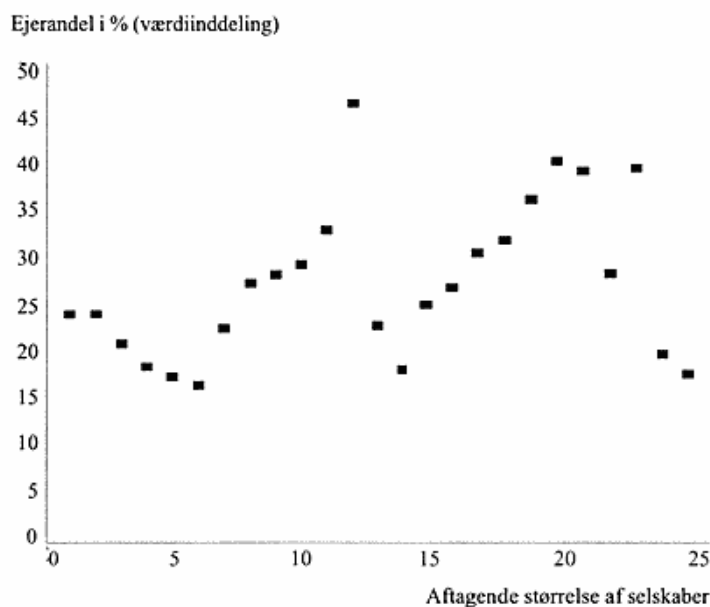
Umiddelbart er hovedindtrykket fra figur 1 en tendens til, at de institutionelle pensionsinvestorer har en højere gennemsnitlig ejerandel i de store selskaber end i de små selskaber.

Metoden kan dog kritiseres for at give en uforholdsmæssig stor vægt til de små selskaber.⁶ Hvis vi f.eks. kun betragter de største 80 selskaber (gruppe 1-8), viser den venstre tredjedel af figuren, at der er en tendens til, at ejerandelen er mindst i de helt store selskaber! I hhv. gruppe 9-12 og 13-25 er der derimod en klar tendens til, at ejerandelen er mindst i de små selskaber. Hvis man således opdeler de 25 grupper i tre delmaterialer, observerer man ikke en ensartet tendens inden for de tre delmaterialer.

Vi ønsker derfor også at anvende en *anden metode* til at vurdere, om de danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele varierer med de danske børsnoterede selskabers størrelse. Af sammenlignelighedshensyn er det hensigtsmæssigt at opretholde 25 grupper. I stedet for at beregne en gennemsnitlig ejerandel for ti selskaber i hver gruppe, beregner vi nu en gennemsnitlig ejerandel, når hver af de 25 grupper repræsenterer 1/25 af markedsværdien af aktiekapitalen for de selskaber, der indgår i undersøgelsen i 1992.⁷ I det konkrete tilfælde støder vi ind i et delelighedsproblem, når hver gruppe repræsenterer 4% af markedsværdien af aktiekapitalen på Københavns Fonds-

6. Information om de institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i de små selskaber er ikke irrelevant; det fortæller noget om deres interesse for at tilføre kapital til små og mellemstore virksomheder i Danmark (etablering af en vækstbørs). Emnet er således ikke uinteressant, men det er ikke én af de centrale problemstillinger i denne artikel.

7. Metoden er bla. anvendt i Maskell (1992).



Figur 2. Danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i danske børsnoterede selskaber, når selskaberne grupperes efter størrelse (værdiinddeling).

børs, fordi der er meget betydelige forskelle i markedsværdien af de enkelte selskabers aktiekapital. Det har derfor været nødvendigt at fordele visse af selskaberne i to eller tre grupper på pro rata basis.

Figur 2 viser et helt andet billede end figur 1. I figur 1 er de ti største selskaber repræsenteret ved ét punkt, mens de i figur 2 er repræsenteret ved ikke færre end 14 punkter. De tyve største selskaber er placeret i de to første grupper i figur 1, mens de er placeret i de første 17 grupper i figur 2.⁸ Med sådanne størrelsesforskelle kan det ikke overraske, at mere end halvdelen af selskaberne er placeret i den sidste gruppe i figur 2.

Sammenhængen mellem figur 1 og figur 2 kan også anskueliggøres som følger.

Markedsværdi af aktiekapital	Figur 1	Figur 2
større end 365 mio.kr.	selskaber fra gruppe 1-8	selskaber fra gruppe 1-23
165 mio.kr. - 365 mio.kr.	selskaber fra gruppe 9-11	selskaber fra gruppe 24
mindre end 165 mio.kr.	selskaber fra gruppe 12-25	selskaber fra gruppe 25

Figur 1 og figur 2 viser dermed også, at hvis vi fokuserer på selskaber, hvor markedsværdien af aktiekapitalen er større end 365 mio. kr. i 1992 (dvs. selskaber, der ud-

8. Markedsværdien af aktiekapitalen for de største 20 selskaber på Københavns Fondsbørs udgør således tæt på 70% af markedsværdien af aktiekapitalen for samtlige noterede selskaber. De tyve største selskaber i 1992 er groft sagt karakteriseret ved, at markedsværdien af aktiekapitalen er større end 2 mia. kr.

gør 92% af markedsværdien af aktiekapitalen for samtlige noterede selskaber på Københavns Fondsbørs), er der ingen tendens til, at de danske institutionelle pensionsinvestorer har lavere ejerandele i de små selskaber end i de store selskaber; snarere tværtimod.

I en analyse foretaget af Ugebrevet Mandag Morgen argumenteres for, at ATP, LD og de tværgående pensionskasser

koncentrerer ... sig i større og større udstrækning om at købe og pleje deres investeringer i de største og meget likvide danske børsnoterede selskaber samtidig med, at de køber flere og flere udenlandske aktier. Konsekvensen er, at de mindre og mellemstore børsnoterede virksomheder lades mere og mere i stikken, så de får sværere og sværere ved at rejse kapital. [Mandag Morgen (1994) s. 1]

Udviklingen rejser spørgsmålet om, hvorvidt Københavns Fondsbørs fungerer tilfredsstillende for andre selskaber end de helt likvide største danske selskaber. Samtidig haster det med at analysere, hvad der kan gøres for at lette kapitaltilførslen til den underskov af mindre og mellemstore danske virksomheder, som præsenterer udmærkede økonomiske resultater, men som altså har vanskeligt ved at tiltrække tilstrækkelig kapital. Tidligere har denne debat især drejet sig om virksomheder uden for Københavns Fondsbørs. Men Mandag Morgens analyse viser, at problemet ikke kun gælder virksomheder uden for Fondsbørsen og de helt små børsnoterede virksomheder.

Selv mellemstore børsnoterede virksomheder med en markedsværdi på op til en kvart milliard kr. har åbenbart vanskeligt ved at gøre sig tilstrækkeligt interessante for de professionelle investorer. [Mandag Morgen, (1994), s. 2]

Ejerandelene i gruppe 9-25 i figur 1 og ejerandelene i gruppe 24-25 i figur 2 kan fortolkes som, at de danske pensionsinvestorer har aversion mod at investere i de helt små selskaber (hvor markedsværdien af aktiekapitalen er mindre end 365 mio. kr. i 1992). Dette betyder imidlertid ikke nødvendigvis, at der er tale om et potentielt eller reelt problem.

Hvis vi stadig foretager en værdiinddeling af selskaberne, men alternativt betragter de institutionelle investorer under ét (dvs. også inddrager de finansielle investorer), er ejerandelen i selskaberne i gruppe 25 større end ejerandelen i 13 ud af de øvrige 24 grupper, hvorfor beregningerne ikke tyder på, at de institutionelle investorer under ét har aversion mod de små selskaber (jf. figur 4.2 i Parum (1994) s. 23).

Mere generelt er det ikke nødvendigvis et problem, at de institutionelle investorer har lavere ejerandele i små selskaber end i store selskaber. Hvis det f.eks. forholder sig således, at private småaktionærer overvægter de små selskaber ved porteføljedannelse, er problemet (i hvert fald i en national porteføljesammenhæng), at de små selskaber har for let ved at få kapital, og de institutionelle investorer er da via en mindre efter-

spørgsel med til at fjerne dette problem. Det er også en oplagt mulighed, at grundlæggeren har en forholdsvis stor ejerandel i mindre selskaber. Kun hvis små selskaber er i stand til at skabe større vækst end store selskaber, er det et problem, at kapitalen ender i de store selskaber frem for i de små selskaber. Et bevis for at det forholder sig sådan, mangler vi dog stadig os bekendt. Dvs. spørgsmålet er, om det relevante problem ikke snarere er at undersøge, om små selskaber skaber større vækst end store selskaber (altså har et overnormalt afkast) frem for at tage dette forhold for givet, og da undersøge om der eksisterer et betinget problem, ved at danske institutionelle pensionsinvestorer har lavere ejerandele i små selskaber end i store selskaber.

Ovenstående viser, at man skal være påpasselig med at fremkomme med skarpe konklusioner vedr. størrelseseffekter.

De to metoders modsatrettede konklusioner betyder imidlertid også, at vi må vurdere, om de to metoder er lige hensigtsmæssige at anvende i relation til spørgsmålet, om der eksisterer størrelseseffekter. Alt i alt må vi konkludere, at *det er mere relevant at tænke i værdier end i antal selskaber*, og når vi således skal veje de to metoders resultater over for hinanden, er vi mere tilbøjelige til at lægge vægt på figur 2 end figur 1.

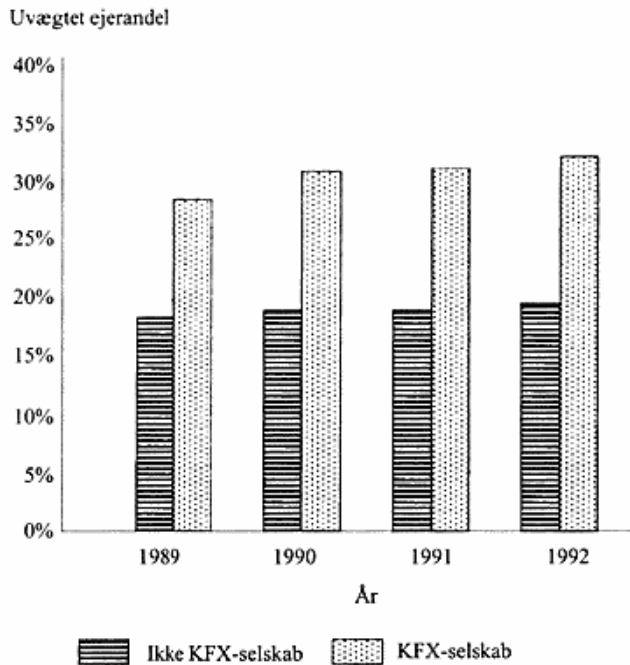
Vi må derfor konkludere, at *vi er ikke i stand til at bekræfte, at de institutionelle pensionsinvestorerers ejerandele er højere i de store selskaber end i de små selskaber*.⁹ Hvis man især ønsker at fokusere på de små selskaber (hvor markedsværdien af aktiekapitalen er mindre end 365 mio. kr. i 1992), har de danske institutionelle pensionsinvestorer relativt lave ejerandele i disse, men *hvis vi betragter de danske institutionelle investorer under ét*, er ejerandelen ikke specielt lav i de små selskaber.

A priori kan man ikke afvise en klar størrelseseffekt på disaggregerede data, som forsvinder ved aggregering. Den ovenstående konklusion ændres imidlertid ikke, hvis vi opdeler pensionsinvestorerne i på den ene side ATP og LD (»store« institutionelle pensionsinvestorer) og på den anden side forsikringsselskaber og pensionskasser (»små« institutionelle pensionsinvestorer); jf. Parum (1994) s. 21-25 samt s. 131-134.

3. Danske institutionelle pensionsinvestorerers ejerandele i danske børsnoterede selskaber, når selskaberne grupperes efter likviditet

I dette afsnit benytter vi to forskellige metoder (uvægtede og vægtede gennemsnitlige ejerandele) til at belyse, om danske institutionelle pensionsinvestorer foretrækker at investere i selskaber med høj likviditet frem for i selskaber med lav likviditet. Heller ikke i dette afsnit fører de to metoder til samme resultat. Som i afsnit 2 vil vi lægge større vægt på beregninger baseret på værdier end på beregninger baseret på antallet af selskaber. Vi benytter først en KFX-inddeling og derefter en børs/likviditetsinddeling som kriterium for at opdele data i forskellige grupper. *Vi er ikke i stand til at bekræfte,*

9. På sin vis minder denne konklusion om konklusionen i Møller & Nielsen (1992), som ikke var i stand til at bekræfte en ellers meget udbredt opfattelse af, at aktieomsætningen er højere i store selskaber end i små selskaber.



Figur 3. Danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i KFX- og ikke-KFX-selskaber i 1989-1992.

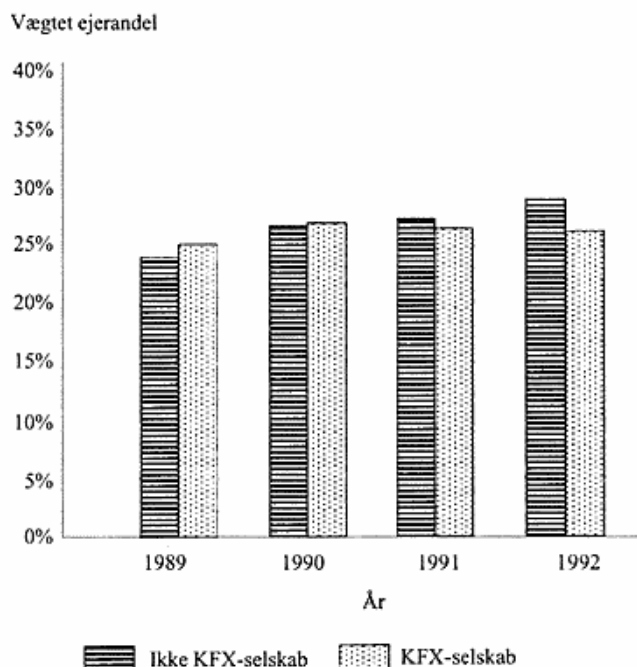
at de danske institutionelle pensionsinvestorer har højere ejerandele i KFX-selskaber end i ikke-KFX-selskaber. Beregningerne viser også, at de danske institutionelle pensionsinvestorer især har aktier i de relativt små KFX-selskaber og de relativt store ikke-KFX-selskaber. Vi kan heller ikke entydigt bekræfte, at de store danske institutionelle pensionsinvestorer har højere ejerandele i KFX-selskaber end i de øvrige selskaber. Børs/likviditetsopdelte data viser, at i 1992 er de institutionelle pensionsinvestorer undervægtede i de større »ultra-likvide selskaber«, men til gengæld er de overvægtede i de større »likvide og mindre omsatte selskaber« og i »børs 3 selskaberne«.

I løbet af 1989-1992 har der været en del udskiftning i de fondskoder, som Københavns Fondsbørs har baseret beregningen af KFX-indekset på. Vi vil derfor definere et KFX-selskab som et selskab, der på et eller andet tidspunkt i perioden 1989-1992 har haft en aktieklasser (fondskode) inkluderet i Københavns Fondsbørs' KFX-indeks. Vi vil også i dette afsnit benytte to metoder til at belyse afsnittets problemstilling, idet der beregnes både uvægtede og vægtede gennemsnitlige ejerandele.

Indledningsvis beregnes et *uvægtet* gennemsnit¹⁰ af de danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele.

Figur 3 viser dels, at de institutionelle pensionsinvestorer har en højere gennemsnitlig ejerandel i KFX-selskaber end i ikke-KFX-selskaber, dels at forskellen øges over tid.

10. Når vi beregner et uvægtet gennemsnit, tillægger vi de institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i de forskellige selskaber samme vægt.



Figur 4. Danske institutionelle pensionsinvestorers vægtede ejerandele i KFX- og ikke-KFX-selskaber i 1989-1992.

Når vi beregner et vægtet gennemsnit¹¹ af de danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele, får vi et andet billede, end hvad figur 3 viste. Fra og med 1991 er de vægtede ejerandele i ikke-KFX-selskaberne større end i KFX-selskaberne. En sammenligning af figur 3 og figur 4 viser, at de danske institutionelle pensionsinvestorer især har aktier i de relativt små KFX-selskaber og de relativt store ikke-KFX-selskaber.¹²

Analogt til resultaterne fra afsnit 2 er svaret på spørgsmålet helt afhængigt af, om de gennemsnitlige ejerandele er beregnet med udgangspunkt i antal selskaber (uvægtede gennemsnitlige ejerandele) eller med udgangspunkt i andel af kapital (vægtede gennemsnitlige ejerandele). Også i dette tilfælde vil vi lægge større vægt på beregninger baseret på værdier end på beregninger baseret på antallet af selskaber. *Alt i alt er vi så-*

11. Et vægtet gennemsnit af de institutionelle pensionsinvestorers ejerandele kan fortolkes som, at man benytter markedsværdivægte til at tildele ejerandelen i store selskaber større betydning end ejerandelen i små selskaber. En anden måde at fortolke resultatet på er, at vi skelner mellem to grupper af selskaber, hvor vi ønsker at beregne, hvilken andel af aktiekapitalen i hver af de to grupper, som de institutionelle pensionsinvestorer har indskudt. I alle fire år udgør de omkring 30 KFX-selskaber omkring 70% af den samlede markedsværdi, mens de resterende 220 selskaber udgør de sidste 30%.

12. Når de vægtede gennemsnitlige ejerandele i ikke-KFX-selskaber er større end de uvægtede gennemsnitlige ejerandele i ikke-KFX-selskaber, og de vægtede gennemsnitlige ejerandele i KFX-selskaber er mindre end de uvægtede gennemsnitlige ejerandele i KFX-selskaber, kan dette fortolkes som, at de danske institutionelle pensionsinvestorer især har aktier i de relativt små KFX-selskaber og de relativt store ikke-KFX-selskaber.

Tabel 1. Ejerandele i danske børsnoterede selskaber i 1992 opdelt efter et børs/likviditetskriterium for danske institutionelle pensionsinvestorer.

	Danske institutionelle pensionsinvestorer	
	Vægtede gennemsnitlige ejerandele	Uvægtede gennemsnitlige ejerandele
Ultra-likvide selskaber	26 1/2%	31 3/4%
Likvide og mindre omsatte selskaber	28%	20 3/4%
Børs 3 selskaber	15%	9 3/4%
I alt	27%	21 1/4%

ledes ikke i stand til at bekræfte, at de danske institutionelle pensionsinvestorer har højere ejerandele i KFX-selskaber end i ikke-KFX-selskaber.¹³

Hvis vi alene fokuserer på forsikringsselskaber og pensionskasser, får vi samme konklusioner som ovenfor. Det samme gælder, hvis vi ser på ATP og LD.

Tabel 1 viser ejerandele i danske børsnoterede selskaber i 1992 opdelt efter et børs/likviditetskriterium for danske institutionelle pensionsinvestorer.¹⁴

Denne tabel viser ganske klart, at man bør være forsigtig med at drage håndfaste konklusioner, og at analyserne alt i alt ikke viser et entydigt billede.

Hvis vi tager udgangspunkt i beregninger af *uvægtede* ejerandele for de tre likviditetsgrupper, tegner der sig et entydigt billede: Ejerandelen øges med likviditetsomfanget.

Hvis vi derimod tager udgangspunkt i de *vægtede* ejerandele, ses et noget anderledes billede: Ejerandelen er størst i de likvide og mindre omsatte selskaber.

Forklaringen på denne forskel får vi ved at læse tabellen rækkevis frem for søjlevis.

For de *ultra-likvide selskaber* er ejerandelen størst, når vi betragter det *uvægtede* gennemsnit. For denne type af selskaber er der således tale om, at de institutionelle pensionsinvestorer er *undervægtede* i de større selskaber.

For de *likvide og mindre omsatte selskaber* samt for *børs 3 selskaberne* er situationen omvendt, idet de institutionelle pensionsinvestorer her er *overvægtede* i de større selskaber.

Umiddelbart kunne man tro, at en væsentlig årsag til resultaterne for de ultra-likvide selskaber er en forholdvis lav ejerandel i A. P. Møller-selskaberne. Det kan derfor være relevant at beregne vægtede og uvægtede gennemsnitlige ejerandele efter elimination af de to APM-selskaber. Resultatet er vist i tabel 2.

13. Samme konklusion opnås, hvis vi betragter de institutionelle investorer under ét; jf. Parum (1994) s. 26-29.

14. I 1992 udgør de ultra-likvide selskaber under 10% af selskaberne på Københavns Fondsbørs, men mere end 60% af markedsværdien af den samlede aktiekapital udstedt af de noterede selskaber. Børs 3 selskaberne udgør 4% af selskaberne, men under 1% af kapitalen.

Tabel 2. Ejerandele i danske børsnoterede selskaber i 1992 opdelt efter et børs/likviditetskriterium for danske institutionelle pensionsinvestorer (ekskl. APM-selskaber).

	Danske institutionelle pensionsinvestorer	
	Vægtede gennemsnitlige ejerandele	Uvægtede gennemsnitlige ejerandele
Ultra-likvide selskaber ekskl. A.P. Møller selskaber	29 3/4%	33 1/2%

4. Danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i danske børsnoterede selskaber, når selskaberne grupperes efter branche

Uvægtede og vægtede gennemsnitlige ejerandele fortæller forskellige historier om de danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i forskellige brancher. Begge typer af beregninger viser dog, at de institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i selskaber i forskellige brancher varierer såvel i tværsnits- som i tidsseriesammenhæng. Der er således (betydelige) brancherelaterede forskelle i de institutionelle pensionsinvestorers ejerandele. Det bliver endnu tydeligere, når vi opdeler data efter ejertype.

Hovedindtrykket fra figur 5 er endog meget betydelige forskelle i ejerandele, når data opdeles efter et branchekriterium.

De institutionelle pensionsinvestorer har store og stigende ejerandele i Forsikring og Industri, mens de har små og faldende ejerandele i Pengeinstitutter. Set i en større sammenhæng er det slående, hvilken besked den ejerandel de institutionelle pensionsinvestorer har i pengeinstitutter.¹⁵

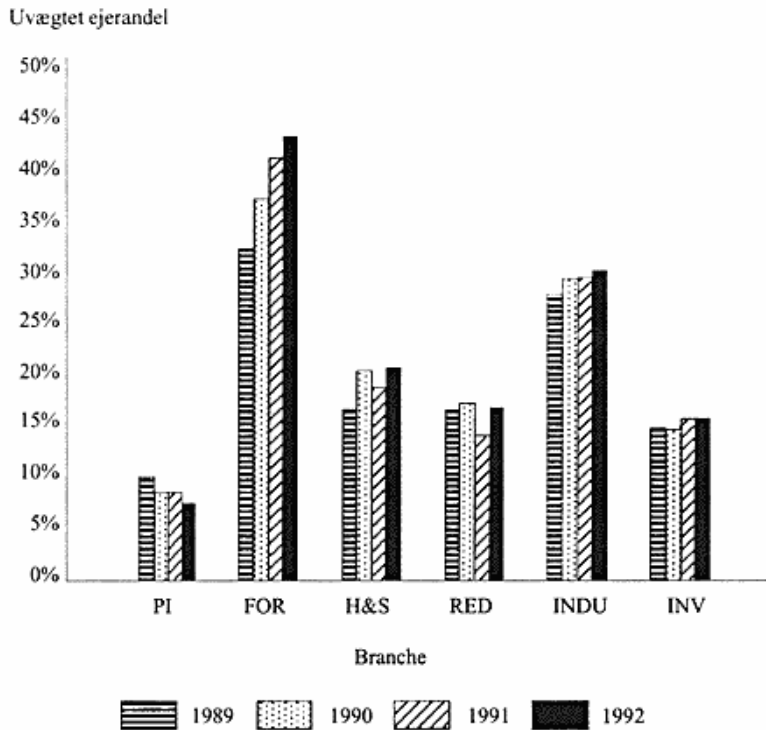
Hovedindtrykket fra figur 6 er noget mindre forskelle i ejerandele, når data opdeles efter et branchekriterium.

De institutionelle pensionsinvestorer har i den store sammenhæng især høje ejerandele i Industri og Investeringselskaber, mens de har en tendens til at være undervægtede i Rederier.¹⁶

En sammenligning af figur 5 og figur 6 viser, at vi i mange tilfælde får væsentlig forskellige resultater, og at der ikke eksisterer en generel sammenhæng mellem resultaterne i de to figurer.

15. I 1989 har forsikringselskaber og pensionskasser langt den største ejerandel inden for Forsikring (27%), og den mindste ejerandel inden for Pengeinstitutter (8 1/4%). Der er således tale om meget betydelige forskelle i ejerandele mellem brancher. Forsikringselskaber og pensionskasser øger deres ejerandele inden for Forsikring, Handel & Service, Industri samt Investeringselskaber, men mindsker ejerandelen inden for Pengeinstitutter. ATP og LD er karakteriseret ved at have betydelige forskelle i niveauet for ejerandele mellem brancher (f.eks. 13% i Industri, men 1-2% i Pengeinstitutter og Investeringselskaber), men til gengæld har de forbløffende stabile ejerandele over tid i de forskellige brancher.

16. Forsikringselskaber og pensionskasser øger deres ejerandele inden for Handel & Service, Industri samt Investeringselskaber, men mindsker ejerandelen inden for Pengeinstitutter. For Forsikring og Rederier svinger ejerandelen over tid. Forsikringselskaber og pensionskasser er karakteriseret ved nogenlunde ens-



Figur 5. Danske institutionelle pensionsinvestorers uvægtede ejerandele i danske børsnoterede selskaber i løbet af perioden 1989-1992 opdelt efter Københavns Fondsbørs' branchekriterium ^(a).

Anm.: PI: Pengeinstitutter, FOR: Forsikring, H & S: Handel & Service, RED: Rederier, INDU: Industri og INV: Investering.

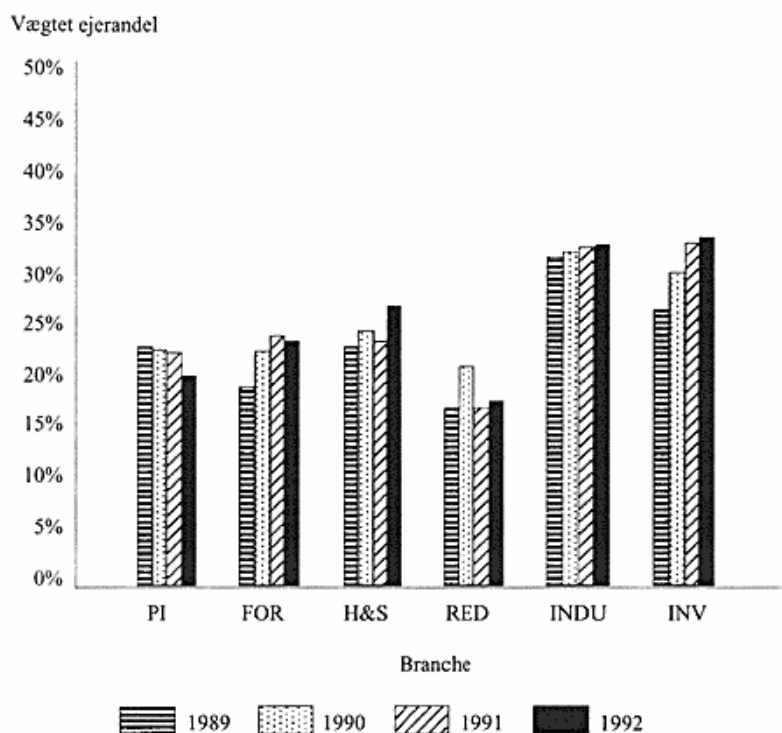
5. Udvikling i de institutionelle investorers ejerandele over tid

Figur 7 viser udviklingen i ejerandele i danske børsnoterede selskaber for institutionelle pensionsinvestorer, institutionelle finansielle investorer og institutionelle investorer under ét. For alle investortyper er beregnet såvel uvægtede som vægtede gennemsnitlige ejerandele.

6. Danske institutionelle investorers ejerandele i suspenderede danske børsnoterede selskaber

Hvis vi betragter 1990-1992 under ét og beregner et uvægtet gennemsnit af de dan-

artede ejerandele i de forskellige brancher, bortset fra at ejerandelen er klart størst i Investeringsselskaber og klart mindst i Rederier. Hvis vi fokuserer på de helt store linier er ATP og LD karakteriseret ved såvel at have forbløffende stabile ejerandele over tid i de forskellige brancher, som at have relativt ens ejerandele i de forskellige brancher (bortset fra en klar præference for Industri, hvor ejerandelen er mellem 50% og 100% større end i de øvrige brancher). Hvis vi sammenligner med de tilsvarende resultater baseret på et uvægtet gennemsnit, ses det, at vi opnår fundamentalt forskellige konklusioner mht. niveauet for ejerandelen i de forskellige brancher.

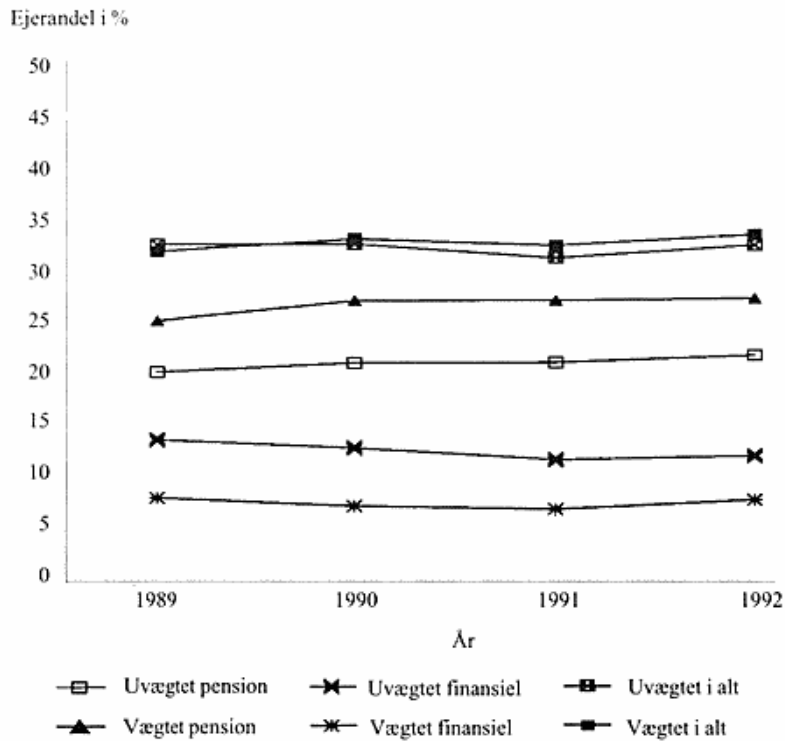


Figur 6. Danske institutionelle pensionsinvestorers vægtede ejerandele i danske børsnoterede selskaber i løbet af perioden 1989-1992 opdelt efter Københavns Fondsbørs' branchekriterium.

ske institutionelle investorers ejerandele i de suspenderede selskaber, fås følgende resultater:

	Ejerandel i suspenderingsåret	Ejerandel i året før suspenderingsåret
1-4 Forsikringsselskaber og pensionskasser	9 1/4%	8%
5 ATP og LD	3 1/2%	3 1/4%
1-5 Forsikringsselskaber, pensionskasser, ATP og LD	12 3/4%	11 1/4%
6-8 Finansielle investorer	6 3/4%	8 1/2%
1-8 Institutionelle investorer i alt	19 1/2%	20%

Det skal sammenlignes med en gennemsnitlig ejerandel på omkring 33% for de institutionelle investorer under ét. Man kan ikke heraf udlede, at de institutionelle investorer er specielt smarte. Det er nok så sandsynligt, at de har en frygt for at begå »enkeltfejl«, dvs. at have investeret i selskaber, der går konkurs.



Figur 7. Ejerskab i danske børsnoterede selskaber i løbet af perioden 1989-1992 for danske institutionelle investorer.

Hvis vi i stedet for fokuserer på vægtede ejerandele (dvs. mængde af kapital i stedet for antal af selskaber) vil Hafnia-effekten alene betyde helt andre konklusioner: Ejerandelen vil være større end de omkring 33%, og alle typer af investorer øger deres ejerandele i løbet af suspenderingsåret, hvilket da kan fortolkes som, at de institutionelle investorer fungerer som risikobærere, når selskaber kommer i vanskeligheder. Man skal dog ikke generalisere for meget ud fra dette enkelte tilfælde, bla. fordi man ikke kan forvente, at de institutionelle investorer vil handle på samme måde én gang til. Mere generelt ser vi atter, at konklusionerne er afhængige af den valgte analysemetode.

7. Afslutning

Danske institutionelle investorerers ejerandele under ét er forbløffende stabile i løbet af perioden. Niveaue for de institutionelle investorerers ejerandele er ikke særlig følsomt overfor, hvilken type af gennemsnit der anvendes.

Stabiliteten i de danske institutionelle investorerers ejerandele under ét dækker imidlertid over indbyrdes forskelle og forskydninger over tid. Når vi skelner mellem forskellige investortyper, er konklusionerne følsomme overfor valg af metode til beregning af gennemsnitlig ejerandel.

Der eksisterer mange forskellige teorier om de danske institutionelle investorers ejerskab af danske børsnoterede aktier. Mange af disse effekter »netter ud«, når vi aggregerer og fokuserer på de institutionelle investorers ejerskab under ét. Man skal derfor være varsom med at fokusere på et enkelt aspekt og tro, at man via en enkelt teori (monoskurketankegangen) kan forklare udviklingen over tid. En sådan fremgangsmåde er alt for partiel. Man skal derfor være meget varsom med at have faste forventninger til fremtiden. Ved partielle analyser kan man meget let nå til den konklusion, at summen af investorernes ejerandele overstiger 100%. Det er f.eks. let at argumentere for hver af nedenstående påstande:

1. Udlandets ejerandel vil vokse kraftigt i de kommende år som følge af øget internationalisering.
2. Pensionsinvestorenes ejerandele vil vokse som følge af, at de kommer til at eje en stadig stigende andel af den danske nationalformue.

Hvor meget kapital de institutionelle investorer rent faktisk indskyder i de danske børsnoterede aktieselskaber, og hvilke ejerandele de rent faktisk får, vil også afhænge af placeringsregler, skatteregler (realrenteafgiftsloven eller en evt. afløser) og i hvilket omfang der introduceres nye selskaber på Københavns Fondsbørs (f.eks. kreditforeninger og en række af dagens store unoterede danske virksomheder: Grundfos, Danfoss, FDB, Tulip og andre forædlingsvirksomheder med tilknytning til landbruget).

De institutionelle pensionsinvestorers ejerandele i selskaber i forskellige brancher varierer såvel i tværsnits- som i tidsseriesammenhæng. Der er således (betydelige) brancherelaterede forskelle i de institutionelle pensionsinvestorers ejerandele, og det bliver blot endnu tydeligere, når vi opdeler data efter ejertype.

De foregående analyser viser entydigt, at de institutionelle pensionsinvestorer har faldende ejerandele i pengeinstitutterne. Det er kun meget få pengeinstitutter, hvori der er større aktionærer. Pengeinstitutbranchen er således i høj grad præget af *spredt ejerskab*. Det er ikke hensigtsmæssigt, at private investorer ejer en så stor andel af pengeinstitutternes aktiekapital. Forholdet må formodes at skyldes gode salgskanaler i pengeinstitutterne. Når de private investorer sammensætter deres aktieportefølje, er der ingen argumenter for, at pengeinstitutter skal være overrepræsenteret.

Analyserne tyder ikke på, at de institutionelle investorer under ét har aversion mod de små selskaber eller mod selskaber med lav likviditet. Der eksisterer med andre ord ingen størrelseseffekter og ingen likviditetseffekter. Vi har ikke fundet nogen tendens til, at de danske institutionelle pensionsinvestorers ejerandele er højere i de store/KFX selskaber end i de øvrige selskaber. Hvis man fokuserer på de små selskaber (hvor markedsværdien af aktiekapitalen er mindre end 365 mio. kr. i 1992), har de danske institutionelle pensionsinvestorer relativt lave ejerandele i disse.

Litteratur

- Aarsø Nielsen, J. 1992, Den næste restruktureringsbølge i dansk erhvervsliv. Hvordan bør den enkelte koncern forholde sig til den anden generation af dansk erhvervslivs restrukturering?, Aarsø Nielsen & Partners A/S.
- Det Økonomiske Råd. 1994, *Dansk Økonomi*, Det Økonomiske Råd.
- Finansministeriet. 1993, *Finansredegørelse*, Finansministeriet.
- Finanstilsynet. 1990, *Beretning fra Finanstilsynet 1989*, Kbhv.
- Finanstilsynet. 1991, *Hovedtal fra Finanstilsynet 1990*, Kbhv.
- Finanstilsynet. 1992, *Hovedtal fra Finanstilsynet 1991*, Kbhv.
- Finanstilsynet. 1993a, *Hovedtal fra Finanstilsynet 1992*, Kbhv.
- Finanstilsynet. 1993b, *Pengeinstitutter m.v. Statistisk materiale 1992*, Kbhv.
- Finanstilsynet. 1994, *Hovedtal fra Finanstilsynet 1993*, Kbhv.
- Gregersen, H. 1992, Ejerforhold på det danske aktiemarked, *Finans/invest*, Nr. 4, s. 25-28.
- Grosen, A. 1994, Grænser for den institutionelle opsparing, *Finans/invest*, Nr. 3, s. 3-4.
- Mandag Morgen. 1994, Lønmodtagerfonde går uden om de mindre virksomheder, Nr. 43, 5. december, 1994.
- Maskell, P. 1992, *Nyetableringer i industrien – og industristrukturens udvikling*. Kbhv.
- McFall, O. 1992, Bestyrelsens værdiskabende rolle i 90'ernes globale konkurrence. Hvordan kan danske mellemstore virksomheder sikre værdiskabelse for aktionærerne?, Aarsø Nielsen & Partners A/S.
- Møvin, N. & C. Jørgensen. 1994, De institutionelle investorers aktieportefølje, *Finans/invest*, Nr. 3, s. 5-8.
- Møller, M. & G. Å. Nielsen. 1992, Har den danske børs et opmærksomhedsproblem?, *Finans/invest*, Nr. 6, s. 11-13.
- Møller, M. & N. C. Nielsen. 1993, Pensionsopsparing og statsgæld, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Bind 131, Nr. 1, s. 62-75.
- Møller, M. & N. C. Nielsen. 1994a, *Skattestruktur og erhvervsudvikling*. Kbhv.
- Møller, M. & N. C. Nielsen. 1994b, Tre problemer i en økonomi med fradragsret for pensionsopsparing samt realrenteafgift på pensionsafkast, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Bind 132, Nr. 1, s. 25-35.
- Nordic Securities Market. 1994, *Quarterly Statistics 2/1994*.
- Parum, C. 1994, Danske institutionelle investorers ejerskab i danske børsnoterede selskaber, Working Paper 94 - 8, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København.
- Strandskov, J., S. Thomsen & T. Pedersen 1994, *Ejerforhold og konkurrenceevne i dansk erhvervsliv*. Kbhv.
- Terkelsen, J. & H. Gregersen. 1990, Hvem ejer aktierne på Københavns Fondsbørs, *Finans/invest*, Nr. 8, s. 18-22.