

Det norske kapitalmarkedet i et europeisk perspektiv

Sammendrag

Det norske kapitalmarkedet, med Oslo Børs som kjerne, har over flere tiår utviklet seg til å bli et av de mest velfungerende og aktive egenkapitalmarkedene i Europa, særlig innen finansiering av små og mellomstore børsnoterte selskaper (SMB). Målt per innbygger fremstår Norge som en klar europeisk leder når det gjelder antall egenkapitalemisjoner og kapitaltilførsel via børsen. Denne posisjonen er ikke et resultat av enkeltstående reformer, men av en langsiktig oppbygging av markedsinfrastruktur, kompetansemiljøer, tillit og en investorkultur preget av risikovilje.

Samtidig er det økende usikkerhet knyttet til om denne posisjonen kan opprettholdes fremover. Endringer i rammebetingelser, særlig innen beskatning av eierskap, kapital og formue, har de senere årene svekket insentivene for privat kapital til å investere i norske børsnoterte selskaper. I lys av erfaringene fra sammenlignbare markeder, særlig Sverige, fremstår det som en reell risiko for at Norges relative fortrinn innen børsfinansiering av SMB-er kan bli gradvis erodert dersom dagens utvikling fortsetter.

Denne rapporten har en todelt vinkling. Først redegjøres det for hvordan og hvorfor det norske kapitalmarkedet har blitt helt ledende i europeisk sammenheng. Deretter analyseres de viktigste risikofaktorene knyttet til dagens rammebetingelser, og hvilke implikasjoner dette kan få for verdiskaping, omstillingsevne og kapitaltilgang i norsk økonomi.

1. Det norske kapitalmarkedets historiske styrke

1.1 Egenkapitalmarkedets rolle i økonomien

Et velfungerende egenkapitalmarked er en sentral forutsetning for en dynamisk og omstillingsdyktig økonomi. Mens bankfinansiering i hovedsak er egnet for modne virksomheter med stabile kontantstrømmer, er egenkapital avgjørende for selskaper i vekstfaser, for kapitalintensive prosjekter og for virksomheter med høy teknologisk eller kommersiell risiko. Børsen fungerer i denne sammenhengen som en institusjonalisert markeds plass som kobler kapital med investeringsmuligheter, og som samtidig bidrar til disiplin, transparens og effektiv ressursallokering.

I europeisk sammenheng er det særlig finansiering av SMB-er via børs som skiller landene fra hverandre. Store børsnoterte selskaper henter i stor grad kapital internasjonalt, og markedsføringen av disse transaksjonene er global. For mindre og mellomstore selskaper er derimot kapitaltilgangen i stor grad nasjonal og lokal, preget av såkalt «home bias» blant investorene. Det er nettopp på dette området Norge har utmerket seg.

1.2 Norge i europeisk sammenligning

Empiriske data for perioden 2005–2025 viser at Norge, justert for befolkningsstørrelse, har det mest aktive egenkapitalmarkedet i Europa (se vedlagte analyse). Dette gjelder både antall emisjoner og samlet kapital tilført børsnoterte selskaper. Over 90 prosent av alle egenkapitaltransaksjoner i europeiske markeder gjelder SMB-er, men Norge skiller seg ut ved at volumet av slike transaksjoner er svært høyt relativt til landets størrelse.

Det norske markedet kjennetegnes av:

- Et høyt antall børsnoterte små og mellomstore selskaper.
- Hyppig bruk av børsen som finansieringskanal, også etter børsnotering (følgeemisjoner).
- En velutviklet verdikjede bestående av investeringsbanker, analytikere, advokater, revisorer og regulatoriske rammer- og tilsyn som er tilpasset mindre transaksjoner.
- En investorkultur der både profesjonelle aktører og private investorer internt i Norge og internasjonalt deltar aktivt i emisjoner.

Dette økosystemet har blitt bygget gradvis over flere tiår, blant annet drevet av kapitalintensive næringer som energi, shipping, sjømat og senere teknologi og fornybarsektoren. Behovet for ekstern egenkapital har vært strukturelt høyt, og markedet har tilpasset seg dette ved å opparbeide kunnskap og tillit hos innenlandske og internasjonale kapitalforvaltere.

1.3 Tillit, kompetanse og markedsinfrastruktur

En sentral forklaring på Norges sterke posisjon er høy tillit til kapitalmarkedets institusjoner. Regelverket har over tid vært relativt stabilt, forutsigbart og i tråd med internasjonal beste praksis. Samtidig har Finanstilsynet, Oslo Børs og markedsaktørene hatt et pragmatisk forhold til tilpasninger som legger til rette for effektiv kapitalinnhenting uten å gå på bekostning av investorbeskyttelse.

Videre har Norge utviklet betydelig kompetanse innen analyse og prising av mindre selskaper. Selv om deknningen av SMB-er fortsatt er begrenset sammenlignet med large-cap-segmentet, er den relativt sterk i europeisk sammenheng. Dette reduserer informasjonsasymmetrier og bidrar til likviditet og investorinteresse.

2. Et kapitalmarked under økende press

2.1 Endrede rammebetingelser og skatteinsentiver

Til tross for de strukturelle styrkene i det norske kapitalmarkedet, har rammebetingelsene for privat eierskap og investering blitt vesentlig svekket de senere årene. Økt beskatning av formue og skjerpelser i utbytte- og aksjebeskatningen har samlet sett redusert avkastningen etter skatt for norske investorer.

For investeringer i børsnoterte SMB-er, som allerede er forbundet med høy risiko og lav likviditet, er skattesensitiviteten særlig høy. Når alternativavkastningen etter skatt forbedres i andre land eller i andre aktivaklasser, vil kapitalen gradvis omallokeres bort fra norske aksjer.

2.2 Sammenligningen med Sverige

Utviklingen i Sverige illustrerer betydningen av langsiktige og konsistente rammebetingelser. Sverige har over flere tiår gjennomført reformer som samlet sett har styrket insentivene til å investere i aksjer og vekstselskaper: avskaffelse av formuesskatt og arveavgift, innføring og videreutvikling av investeringskonto (ISK), samt aktiv bruk av pensjonskapital i aksjemarkedet, også i små og mellomstore selskaper.

Resultatet har vært en kraftig økning i IPO-aktivitet, et stort antall spesialiserte SMB-fond og bred deltakelse fra både institusjonelle og private investorer. Dette har igjen forsterket den positive spiralen i kapitalmarkedet.

I Norge har utviklingen gått i motsatt retning. Der Sverige har forbedret kapitaltilgangen gjennom stabile og kapitalvennlige skatteregler, har Norge introdusert hyppige og til dels uforutsigbare endringer som øker usikkerheten for langsiktige investorer.

Det er også interessant å merke seg at Sverige har en dedikert Finansmarkedsminister i Regjeringen. Dette illustrerer hvor viktig kapitalmarkedet oppfattes å være i det svenske samfunnet.

2.3 Risikoen for gradvis erosjon

Konsekvensene av svekkede rammebetingelser vil ikke nødvendigvis materialisere seg umiddelbart. Kapitalmarkeder er trege systemer, og eksisterende kompetanse og strukturer kan opprettholde aktiviteten i en overgangsperiode. Risikoen ligger i en gradvis erosjon:

- Færre nye børsnoteringer blant norske vekstselskaper.
- Lavere deltakelse fra norske investorer i emisjoner.
- Økt avhengighet av utenlandsk kapital, særlig i tidlige faser.
- Svekket likviditet og høyere kapitalkostnad for SMB-er.

Over tid kan dette undergrave hele økosystemet som har gjort Oslo Børs til en ledende markeds plass for egenkapitalfinansiering.

3. Implikasjoner for økonomisk politikk

Norsk økonomi står overfor betydelige omstillingsbehov knyttet til energiomstilling, produktivitetsvekst og utvikling av nye eksportnæringer. I denne konteksten er et sterkt og velfungerende kapitalmarked ikke et mål i seg selv, men et virkemiddel for å realisere bred verdiskaping.

Erfaringene fra både Norge og Sverige viser at kapitalmarkeder ikke kan bygges raskt gjennom enkeltstående tiltak. De er resultatet av langsiktig samspill mellom politikk, næringsliv og finansielle aktører. Tilsvarende kan de også svekkes dersom grunnleggende insentiver for eierskap og risikotaking forringes.

For å sikre at Norge også i fremtiden kan være et ledende europeisk marked for egenkapitalfinansiering, bør følgende prinsipper ligge til grunn for den videre politikkutformingen:

- Forutsigbare og konkurransedyktige skatteregler for eierskap og investering.
- Anerkjennelse av børsfinansieringens rolle for SMB-er og vekstselskaper.
- Redusere skattefriksjon for eiere ved børsnotering, dagens eierbeskatning favoriserer unotert eierskap

- En helhetlig tilnærming der kapitalmarkedspolitik ses i sammenheng med nærings- og skattepolitikk.
- Opprettelse av en Finansmarkedsminister organisert sammen med Finansdepartementet

Uten slike grep er det betydelig risiko for at Norges historisk sterke posisjon i det europeiske kapitalmarkedet gradvis svekkes, med negative konsekvenser for verdiskaping, sysselsetting og økonomisk omstilling.

