



FOTO: EIVIND YGGESETH

Trym Riksen
Formuesforvaltning

AKSJEFOKUS: Antall selskaper notert på amerikanske børser er nær halvert på 20 år. Det kan være en indikasjon på at aksjer på de gamle børsene står svakere i 2017 enn i 1997.

Aksjer halvert

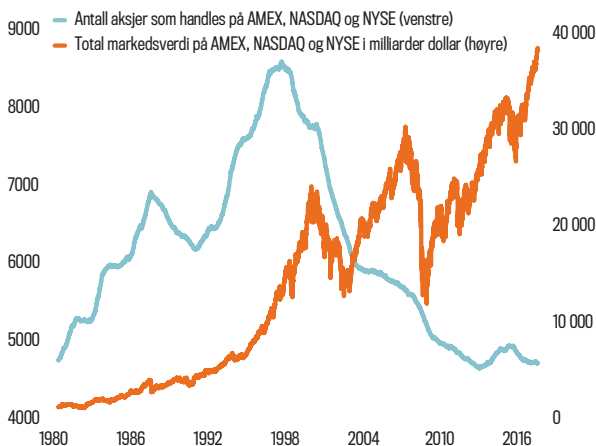
Figuren viser antall selskaper som er notert på New York Stock Exchange, Nasdaq og American Stock Exchange. Vi ser at det var en jevnt stigende oppgang fra 1980 mot årtusenskiftet. I 1997 toppet antall aksjer ut på 8600; i dag er antallet 4700. I samme figur viser vi utviklingen i markedsverdi på alle selskapene. Her har det vært en tredobling av verdiene fra 1997. Hva skyldes denne utviklingen?

Aritmetikken bak halveringen av antallet selskaper på børs er enkel: At antall selskaper faller, skyldes enten (1) at børsnoterte småselskaper har blitt kjøpt opp av større selskaper, (2) at selskaper har gått konkurs eller at (3) selskaper har blitt tatt av børs og eies privat. I tillegg kommer at (4) tilførselen av nye selskaper kan falle, slik at bidraget fra punkt 1, 2 og 3 blir viktigere enn før.

La oss nå se på de underliggende trendene siden siste halvdel av 1990-tallet. Siden 2000 har det blitt enda klarere enn før at vi lever i en verden med stadig lavere trendvekst og fallende produktivitet. Det er lett å se for seg at børsnoteringer av nye selskaper skjer hyppigere i en økonomi som blomstrer. Tall fra Bloomberg viser at antall børsnoteringer i USA nådde en topp i kalenderåret 1996. I årene etterpå har aktiviteten knyttet til børsnoteringer ligget på omtrent en tredel av aktiviteten fra toppåret 1996. Lavere tilførsel av nye selskaper forklarer en del av fallet i antall børsnoterte selskaper.

En plausibel mulighet som gjerne

nevnes, er at store selskaper har blitt dominerende, jf. utviklingen i eksempelvis Google og Amazon. Enkelte snakker om en "winner takes all-økonomi", men tallene støtter ikke denne hypotesen. De ti største selskapene i Standard & Poor's 500-indeksen utgjør



i dag 19 prosent av indeksens samlede verdi. I 2000 utgjorde de ti største selskapene 27 prosent og i snitt har denne andelen vært på 22 prosent de siste 46 årene. Heller ikke sektorkonsentrasjonen er historisk høy i 2017. Økt konsentrasjon er derfor en myte som ikke tåler møtet med statistikken.

En tredje mulighet, som har med antallet børsintroduksjoner og selskaper som tas av børs å gjøre, er økte reguleringer; antall lovsider i USA har økt jevnt og trutt de siste 100 årene, bare avbrutt av en periode med deregulering under Ronald Reagan på 1980-tallet. Smått og stort på den byråkratiske siden har utvilsomt gjort det mindre attraktivt å bli børsnotert.

En fjerde mulighet er at små selskaper søker andre typer finansiering enn før, for eksempel gjennom private equity. Toneangivende investorer, som amerikanske universitetsstiftelser, har gradvis økt investeringene i unoterte aksjer de siste 20 årene eller så.

Selv om fallet i antallet børsnoterte selskaper veies opp av at børsverdien på selskapene har tredoblet seg på 20 år, er det et faktum at aksjers posisjon i investeringsporteføljer har blitt vannet ut de siste tiårene. Fra begynnelsen til slutten av 1990-tallet økte børsnoterte aksjers andel av markedsporteføljen – det vil si verdien av alle finansielle aktiva – fra 50 til nesten 60 prosent. Rundt 2010 hadde dette tallet falt til under 40 prosent, ifølge en fagartikkel skrevet av Doeswijk et al. (2013).

Fallet i antallet selskaper på børs og aksjers minkende andel av den gjennomsnittlige investeringsporteføljen gjenspeiler langsiktige endringer i markedsstrukturen. Mens man kunne snakke om en aksjekultur rundt årtusenskiftet, må børsnoterte aksjer i dag dele rampelyset med andre aktivaklasser og finansieringsformer. Dette er en beklagelig utvikling hvis man snevert definerer seg selv som en investor i børsnoterte aksjer. For kompetente investorer med et mer helhetlig perspektiv på formuesforvaltningen, som ikke snevrer inn mulighetsområdet til børsnoterte investeringer, representerer det hele økte muligheter for å øke risikostjustert avkastning. ■