

Optimalt eierskap i markedet for omsetning av verdipapirer

Gunnhild Katinka Lie Indergaard



Masteroppgave i samfunnsøkonomisk analyse

Økonomisk institutt

UNIVERSITETET I OSLO

04.05.2009

Forord

Denne oppgaven er skrevet i siste semester av et femårig profesjonsstudium i samfunnsøkonomisk analyse ved Universitetet i Oslo, Økonomisk institutt. Temaet har vekket min interesse på grunn av de endrede markedsforholdene for omsetning av verdipapirer de siste årene.

Jeg vil takke min veileder Tore Nilssen som har gitt grundige tilbakemeldinger og oppmuntring under hele skriveprosessen. Videre vil jeg rette en takk til Konkurransetilsynet, spesielt Eivind Stage, som har bidratt til å øke min forståelse for tilsynets arbeidsmetoder. Til slutt vil jeg takke Einar Indergaard for korrekturlesning og tilbakemelding på det tekniske skrivearbeidet.

Alle eventuelle feil i oppgaven er helt og holdent mitt ansvar.

Gunnhild Katinka Lie Indergaard

Innhold

1. INNLEDNING.....	1
2. ORGANISERING AV MARKEDET FOR OMSETNING AV VERDIPAPIRER	3
2.1 STRUKTUR.....	4
2.2 NORGE.....	6
2.2.1 OSLO BØRS.....	8
2.2.2 VPS.....	11
3. INTERNASJONALE TRENDER FOR UTVIKLINGEN AV VERDIPAPIRKJEDEN.....	12
3.1 SVERIGE.....	14
3.2 DANMARK.....	15
3.3 FINLAND.....	15
3.4 STORBRIANNIA	16
3.5 USA.....	16
3.6 AVSLUTNING.....	17
4. MODELLEN.....	19
4.1 MODELLENS ANTAGELSER OG DEFINISJONER.....	19
4.2 UTLEDNING AV MODELLEN.....	22
4.2.1 EKSTERNT EIERSKAP.....	22
4.2.2 MEDLEMSKOOPERATIV.....	23
5. MODELLENS IMPLIKASJONER.....	27
5.1 SAMMENHENGEN MELLOM KONKURRANSE OG HOMOGENITET.....	28
5.2 KONKURRANSE.....	29
5.2.1 ÅRSAKER TIL ØKT KONKURRANSE.....	29
5.2.2 KONKURRANSESITUASJONEN TIL OSLO BØRS....	31
5.2.3 FREMTIDSUTSIKTER.....	33

5.3	HOMOGENITET.....	35
5.3.1	MEDLEMMENE PÅ OSLO BØRS.....	37
6.	VIDERE DISKUSJON.....	39
6.1	OFFENTLIG EIERSKAP OG OFFENTLIG REGULERING.....	39
6.2	EN ALTERNATIV MODELL.....	40
6.3	ER DET OPTIMALT FOR NORGE Å HA EN "NASJONAL" BØRS?... 42	
6.3.1	INGEN BØRS I NORGE.....	42
6.3.2	BØRS I NORGE EID AV UTLENDINGER.....	43
6.3.3	BØRS I NORGE EID AV NORDMENN.....	45
7.	HORISONTALE OG VERTIKALE FUSJONER.....	47
7.1	HORISONTALE FUSJONER.....	47
7.2	VERTIKALE FUSJONER.....	50
7.3	DET EUROPEISKE SYSTEMET.....	51
8.	HVORDAN BØR OSLO BØRS ORGANISERES?.....	53
8.1	ANALYSE AV FIRE SYSTEMER.....	53
8.1.1	SYSTEM 1: OFFENTLIG EIERSKAP MED VERTIKALT INTEGRERT STRUKTUR.....	54
8.1.2	SYSTEM 2: ET KOOPERATIV.....	55
8.1.3	SYSTEM 3: ET FRAGMENTERT AKSJESELSKAP.....	56
8.1.4	SYSTEM 4: ET VERTIKALT INTEGRERT AKSJESELSKAP.....	57
8.2	SAMMENLIGNING AV SYSTEMENE.....	57
9.	KONKLUSJON.....	60

1. Innledning

Omveltningene i markedet for omsetning av verdipapirer har de siste tiårene vært dramatiske. Mange børser har gått bort fra den kooperative eierstrukturen hvor medlemmene er både brukere og eiere av børsen. Mens børser i Nord-Amerika tradisjonelt har konkurrert med hverandre, har børser i Europa og Asia ofte hatt monopol på sin handelsvirksomhet, enten ved lovgivning eller i praksis. Dette er ikke lenger tilfelle. Teknologiske fremskritt, innføringen av euro og endring i regelverk har medført at konkurransen i markedet for omsetning av verdipapirer har blitt kraftig forsterket. Som ett av flere tiltak for å bedre sin konkurranseevne, har Oslo Børs redusert avgiftene på handel de siste årene.

En annen trend i markedet for omsetning av verdipapirer er at stadig flere børser inngår fusjoner eller allianser, og foretar oppkjøp av andre børser. Fusjoner mellom institusjoner på ulike nivå i verdipapirkjeden er også svært vanlig. Et eksempel på dette er fusjonen mellom Oslo Børs og VPS som fant sted i 2007. Det er strukturen i markedet for omsetning av verdipapirer som gir opphav til at så mange børser finner det attraktivt å samarbeide. Utviklingen av infrastrukturen til et velfungerende verdipapirmarked krever store faste investeringer, noe som medfører at børsvirksomhet vil være karakterisert av naturlig monopol. Siden kostnadene minimeres dersom det bare er én børs, vil fusjoner, oppkjøp og allianser kunne effektivisere driften. I tillegg får børsene tilgang til nye markeder. Oslo Børs' deltagelse i NOREX-samarbeidet er et eksempel på dette.

Strukturen i markedet gir også opphav til bekymring. Naturlig monopol gir aktørene muligheter til å utnytte sin markedsrett ved å sette for høy pris på børstjenester. Børsen er en institusjon som gir reduserte transaksjonskostnader, men den gir også eierne mulighet til å utnytte sin markedsrett. Det er denne tosidigheten som danner grunnlag for oppgavens problemstilling. Oppgaven vil diskutere hvordan børsens eierskap bør være for at samfunnsøkonomisk overskudd skal maksimeres. Vi skal se at det er grunn til å tro at endringene i markedet for omsetning av verdipapirer har

medført at den optimale eierskapsformen ikke nødvendigvis er den samme som tidligere. Videre vil konklusjonen fra hovedproblemstillingen brukes til å finne ut av om det er optimalt med vertikalt integrert struktur, eller mer spesifikt, om fusjonen mellom Oslo Børs og VPS burde vært stoppet på et samfunnsøkonomisk grunnlag. Temaet vil belyses på følgende måte: I første del vil jeg beskrive strukturen i markedet for omsetning av verdipapirer. Fokuset vil være på institusjonene børs og verdipapirsentral. I denne delen vil jeg skissere verdipapirkjedens utviklingstrekk i utvalgte europeiske land og USA. Faktaopplysningene i dette avsnittet resulterer i en hovedproblemstilling for det videre arbeidet: Hva er optimalt eierskap i markedet for omsetning av verdipapirer? Denne problemstillingen vil danne et utgangspunkt for resten av oppgaven.

I andre del av oppgaven vil jeg presentere en modell fra Hart og Moore (1996). Modellen er svært stilisert og bevarer derfor generaliteten. Modellen gir oss i hovedsak to konklusjoner, som vi skal ta med oss i den videre drøftingen av optimalt eierskap. Modellens svakheter og begrensninger drøftes i eget avsnitt ved å kort presentere en alternativ modell.

I tredje del vil jeg drøfte to delspørsmål som oppstår som følge av diskusjonen tidligere. På grunn av modellens begrensninger drøftes disse utenom modellen, men ved hjelp av eksisterende litteratur på området. Avslutningsvis vil jeg forsøke å besvare hovedproblemstillingen ved hjelp av konklusjonene og drøftingen jeg har gjort tidligere i oppgaven.

2. Organisering av markedet for omsetning av verdipapir

Weme (1998, s.103) definerer verdipapirkjeden som ”den transaksjonskjede som foregår fra en investor har lagt inn en ordre, til transaksjonen er registrert i VPS og oppgjør har funnet sted.” Verdipapirkjeden består altså av flere ledd, med børsen som en sentral institusjon.¹ En børs er en regulert markedsplass for kjøp og salg av verdipapirer der investorer med kapital møter selskaper som trenger kapital. Markedet reguleres ved de enkle prinsippene tilbud og etterspørsel. Børsens hovedfunksjon er å bygge bro mellom næringslivets behov for kapital og kapitaleiernes ønske om avkastning, eventuelt innflytelse i selskapet. Børsen vil dermed bidra til at næringslivet tilføres nødvendig kapital, slik at det kan investere og utvikle seg. Omsetningen av verdipapir består i hovedsak av tre aktiviteter: Først må verdipapirene handles, deretter må handelen bekreftes og kalkuleres, og til slutt må verdipapir og penger veksles i en oppgjørsprosess. Det er bare medlemmer av børsen som får lov til å handle på børsen. For å bli et slikt børsmedlem, må man være et verdipapirforetak som tilfredsstiller en rekke krav. I Norge er disse kravene gitt ved Børsloven (Jf. Børsloven [BL] 1/11 2007 § 26). Kravene er forskjellige for ulike børser, men EØS-lovgivningen sikrer at regulerte markeder i dette området skal ha gjennomsiktlige og ikke-diskriminerende regler (Norges offentlige utredninger [NOU], 2006: 3, kap. 7). Verdipapirforetak som har fått innvilget medlemskap, stiller deretter handelssystemet disponibelt for sine kunder. Selv om handel er børsens hovedfunksjon, er det ikke børsens eneste funksjonsområde: Like viktig som et velfungerende handelssystem er det at investorene har tillit til børsen. Børsens kontrollfunksjon sikrer dermed at handelen foregår slik lovverk og regler forutsetter, og at den går smidig og effektivt for seg. Kontrollering og overvåking av handelen og de børsnoterte selskapene er en viktig del av kontrollfunksjonen. Å sikre at børsen er åpen og rettferdig innebærer også å kontrollere at selskapene overholder

¹ Dersom annet ikke er oppgitt, er faktaopplysningene i kapittel 2 hentet fra brosjyren ”Aksjer for alle” utgitt av Oslo Børs.

informasjonsplikten samt kontroll over innsidehandel. I dette kapittelet skal de ulike leddene i verdipapirkjeden forklares, med fokus på børs og verdipapirsentral (VPS). Avsnitt 2.1 vil ta for seg strukturelle kjennetegn for markedet for omsetning av verdipapirer, mens avsnitt 2.2 vil drøfte Norges situasjon spesielt.

2.1 Struktur

Børser kan organiseres på flere måter. Vi skal senere begrunne hvorfor det tradisjonelt har vært mest vanlig å organisere børsen som et medlemskooperativ. I dette tilfelle vil verdipapirforetakene være både eiere og brukere av børsen. En annen mulighet er at børsen sees på som en samfunnsinstitusjon som bør eies og reguleres av staten. En tredje mulighet er at børsen organiseres som et "vanlig" foretak, nemlig et aksjeselskap. Da vil det være aksjonærene i selskapet som er eiere av børsen. Vi skal senere se at denne formen for eierstruktur har blitt svært vanlig for børser over hele verden, også Oslo Børs.

Omsetning av verdipapirer er karakterisert av skalafordeler, samdriftsfordeler og nettverkseffekter. Tilbyderne av handel, clearingtjenester og oppgjør oppnår skalafordeler fordi de faste kostnadene ved å opprette en handelsplattform er så store. I et slikt tilfelle vil gjennomsnittskostnaden falle når transaksjonsvolumet øker. I kapittel 7.1 skal vi se at skalautbytte ved fusjoner og sammenslåinger støttes av empiriske undersøkelser og er godt dokumentert. Et kjennetegn på en bransje med store faste kostnader er at det er relativt få aktører. Fordi kostnaden per produserte enhet synker når produksjonen øker, vil slike bransjer ofte kreve betydelige investeringer før det er mulighet for positiv profitt. En årsak til dette kan være at det må etableres et helt nettverk, for eksempel spesiell infrastruktur for å kunne tilby produktene. Markedet for omsetning av verdipapirer er i likhet med blant annet markedet for post- og teletjenester eksempler på markeder som krever slike store investeringer. Dersom gjennomsnittskostnaden i en sektor eller bedrift er høyere enn grensekostnaden, kalles det naturlig monopol. Dette er en situasjon der kostnadene minimeres når det bare er en tilbyder. Det er en vanlig oppfatning i faglitteraturen at

børsen er et naturlig monopol. Blant disse kan man nevne Grote (2007), som hevder at børser er naturlige monopol i minst ett funksjonsområde, nemlig handel. Ifølge Grote er sannsynligheten for at man velger en bestemt børs avhengig av denne børsens markedsandel. Han forklarer dette med at både kjøpere og selgere foretrekker markeder med mange deltagere og høy likviditet, siden dette reduserer risikoen for feilaktige priser. For både kjøpere og selgere på børsen vil nytten øke med hver ny deltager. Dersom konsumenter får økt nytte av at andre konsumerer det samme gode, er markedet karakterisert av nettverkseksternaliteter. Dette medfører at det vil være vanskelig for nye aktører å etablere seg i markedet. Det holder ikke for den nye børsen å være konkurransedyktig på pris, kvalitet og utvalg av produkter, den må også klare å overbevise kundene om at mange andre vil ta det samme valget. På grunn av at markedsdeltagernes avgjørelser avhenger av andres handlinger, står aktørene overfor koordinasjonsproblemer. Forventninger vil i dette tilfellet være helt avgjørende, og de vil også være selvpoppfyllende.

Handel, oppgjør og clearing er også karakterisert av samdriftsfordeler. Dette innebærer at leverandøren kan tilby flere ulike typer verdipapirer på samme handelsplattform til en uforholdsmessig lav økning i prisen. Eksistensen av skalautbytte, samdriftsfordeler og nettverkseffekter er med på å etablere potensielle etableringshindre. Dette kan føre til at etablerte handelsplattformer til en viss grad blir beskyttet fra konkurranse. Dersom konkurransen svekkes, vil det kunne bli lavere grad av forskning og utvikling, høyere priser til konsumentene og lavere total velferd.

Markedet for omsetning av verdipapirer deles ofte inn i førstehånds- og andrehåndsmarkedet. Et foretak som har behov for mer kapital, har to muligheter: enten å gå til banken for å ta opp et lån eller å henvende seg til investorene i aksjemarkedet. Dersom foretaket velger det siste alternativet, utsteder de nye aksjer i bytte mot kapital fra investorene. Handelen har foregått i førstehåndsmarkedet. Aksjer som er kjøpt i førstehåndsmarkedet, kan normalt ikke selges tilbake til selskapet. Dersom investoren ønsker å selge aksjer, må han finne noen andre som er interessert i å kjøpe aksjene. Koordinering av kjøpere og selgere gjøres best på børs.

Dette markedet kalles andrehåndsmarkedet. Aksjene har dermed en dobbelt funksjon: For selskapene er aksjer en kilde til kapital, mens aksjer er en kapitalplassering for investorene.

2.2 Norge

Weme (1998) deler det norske verdipapirmarkedet inn i markeder for egenkapitalinstrumenter, gjeld og derivater. Egenkapitalinstrumenter er en aktivaklasse som i hovedsak omfatter fysiske aksjer, aksjefuturekontrakter og opsjoner tilknyttet aksjeverdier i tillegg til grunnfondsbevis. Egenkapitalmarkedet er dermed et marked som omfatter de ovennevnte produktene. Gjeldsmarkedet omfatter sertifikater og obligasjoner, mens det børsnoterte derivatmarkedet omfatter standard finansielle derivater og standard kraftderivater. I likhet med Weme skal også jeg tillegge egenkapitalmarkedet mest vekt i videre gjennomgang. Årsaken er at det er dette markedet som er i fokus i diskusjonen om utvidet internasjonalt samarbeid mellom børser.

Verdipapirmarkedet består av mange aktører. Investorer, børsnoterte selskaper, meglere, oppgjør, clearing og lovgivende myndigheter har alle ulike roller i verdipapirkjeden. Dersom man ønsker å kjøpe eller selge aksjer på Oslo Børs, må man gå via en megler. Meglerhuset må være medlem av Oslo Børs, det vil si at meglerne er autorisert til å handle via handelssystemet. Noen børser er lukkede og handler bare med eksisterende medlemmer, mens Oslo Børs er et eksempel på en børs som har åpent medlemskap. Dette innebærer at alle verdipapirforetak som oppfyller visse krav, får innvilget medlemskap. For at et meglerhus skal bli medlem på Oslo Børs, må Kredittilsynet gi det konsesjon til å handle på børs. Kravene til en slik konsesjon er svært strenge og gjelder både nasjonale og internasjonale meglerhus. Eksempler på slike krav er driftsplan, oversikt over produkter som skal tilbys, opplysninger om finansiering, historikk og vandelsattest for ledere og styremedlemmer. Handelen må også foregå i samsvar med Nordic Exchanges (NOREX) Member Rules – børsens handlingsregler. Strenge konsesjonskrav og

handlingsregler sikrer ikke bare at investorenes interesser er trygge, de fungerer også som en sikkerhet for de andre aktørene i markedet. I tillegg er markedsplassen underlagt offentlig tilsyn, det vil si at Kredittilsynet skal gripe inn og etterforske dersom det er mistanke om lovbrudd. Børsen fungerer også som en mellompart med kontrollerende funksjon – den sikrer at partene har dekning for innlagte ordre, for etterprøving av transaksjoner og en viss kontroll med innsidehandler. Konesjonskrav og regler sikrer dermed at handelen foregår på en enkel og sikker måte, og er svært viktige for et velfungerende handelssystem. De siste årene har det blitt stadig mer populært å kjøpe såkalte OTC-opsjoner.² OTC-markedet fungerer som et til dels overlappende marked i forhold til det regulerte børsmarkedet, og konkurrerer i første rekke med børsregistrert derivathandel. Fordelen med å inngå en OTC-kontrakt er at man kan kjøpe aksjer, selv om det ikke finnes standardiserte opsjoner på denne aksjen. OTC-markedet kan altså til enhver tid konstruere de kontrakter som etterspørres. En annen fordel er at utenombørs-markeder som regel er uten kostnader til clearing. På den andre siden eksisterer det også ulemper ved å inngå OTC-kontrakter: Det vil være større kreditt- og likviditetsrisiko, samt mindre tilgjengelig informasjon (Oslo Børs, 2009).

Etter at handelen er utført, utsteder de børsnoterte selskapene verdipapirer til sine aksjonærer. På bakgrunn av den handelen som har funnet sted på Oslo Børs, distribuerer børsen opplysninger om kurser og omsetning til media. Meglere rapporterer inn til VPS hvem som er de egentlige kjøpere og selgere. Når et selskap blir børsnotert, medfører det visse plikter som andre selskaper ikke har. Dette inkluderer plikten til å drive virksomheten på den måten som er best for selskapets eiere. Informasjonsplikten er en annen plikt som er pålagt børsnoterte selskaper. Den sikrer at selskapene gir aksjonærene og markedet lik tilgang på informasjon. Ingen skal få lov til å handle på børsen dersom de sitter med viktig informasjon som

² OTC står for Over The Counter (ikke standardiserte opsjoner): Dette er et ikke-børsnotert marked for blant annet skreddersydde finansielle produkter som kan handles "over disk", for eksempel i banker. OTC-markedet inkluderer all handel utenom børs. Reelt sett er det meglere som på vegne av eierne i de underliggende aksjene som står for utstedelse og omsetning av slike kontrakter (NOU, 1999: 29, kap. 2).

offentligheten ikke har. De børsnoterte selskapene plikter dermed å rapportere alle hendelser som forventes å påvirke aksjekursen i positiv eller negativ retning. Å sikre at selskapene overholder denne plikten, er en av børsens viktige oppgaver. Norges Bank er en annen institusjon som har en viktig rolle i verdipapirkjeden.

Sentralbanken fungerer som oppgjørsbank på pengesiden i verdipapir- og derivatoppgjøret ved at de daglig foretar overføring av netto oppgjørsbeløp mellom meglere for aksjer, obligasjoner og opsjoner.

2.2.1 Oslo Børs

Historisk sett har Norge hatt flere lokale børser. Børsene var lokalisert i Bergen, Trondheim, Stavanger, Drammen, Kristiansund, Skien, Ålesund, Kristiansand, Haugesund, Sandefjord og Fredrikstad, i tillegg til Oslo. Børsene drev først og fremst med valutannotering og vareomsetning, men noterte også enkelte aksjer. Aktiviteten og omsetningen var høy både før og under 1. verdenskrig, men sank etter hvert dramatisk. Konsekvensen av dette ble at børsene en etter en ble underlagt Oslo Børs. I 2000 ble den siste lokale børsen, Bergen Børs, underlagt Oslo Børs, og Norge har siden den gang kun hatt en børs (Oslo Børs, 2009a). Oslo Børs er dermed den eneste organiserte markedsplassen for egenkapital, gjeldsinstrumenter og finansderivater i Norge. Ifølge Årsrapporten til Oslo Børs i 2007, stod børsen for 27 % av omsetningen av aksjer i Norden. Målt i aksjehandel er dermed Oslo Børs den nest største børsen i Norden etter Stockholmsbørsen. Tradisjonelt var Oslo Børs en selvfinansierende stiftelse,³ men ble i mai 2001 privatisert og omdannet til et aksjeselskap eid av Oslo Børs Holding ASA. De fem største eierne i midten av desember 2008 var DNB NOR Bank ASA (19,5 %), KLP Forsikring (10,0 %), Pareto

³ "Når stiftelsen er opprettet, jf. § 2, har oppretteren ikke lenger rådighet over formuesverdien som er overført til stiftelsen" (Jf. Stiftelsesloven [STL] 15/6 2001 § 1 og § 2). Selv om det ikke følger direkte fra loven, er stiftelsens kjennetegn at den er eierløs. Hovedforskjellen mellom et aksjeselskap og en stiftelse er dermed at aksjeselskapet har eiere som gjennom sine aksjer eier en bestemt andel i selskapets formue. Et aksjeselskap kan dele ut utbytte til eierne, mens en stiftelse (som ikke har noen eiere å dele ut utbytte til) kan dele ut midler til personer eller institusjoner som etter vedtektene er tilgodesett. Utover dette kan utdelinger skje i form av honorarer til styremedlemmer og forretningsførere.

AS (8,7 %), Norsk Hydros Pensjonskasse (8,5 %) og Landsbanki Islands (6,5 %) (Oslo Børs VPS, 2008).

Norge har vært et foregangsland med tanke på rasjonalisering av oppgjør rutiner og effektivisering av eierregistreringen. Grote (2007) påpeker at små børser i åpne økonomier tar ny teknologi i bruk tidligere enn større børser. Artikkelforfatteren mener at en årsak kan være at slike økonomier står overfor veldig sterk konkurranse, som utfordrer børsen til å skifte ut gamle systemer til fordel for nye konkurransedyktige. Oslo Børs er i likhet med børsene i våre skandinaviske naboland, børser i små, åpne økonomier, som har tatt ny teknologi i bruk på et tidlig tidspunkt. Et eksempel på dette er at den gamle auksjonsmodellen ble avløst med et elektronisk handelssystem allerede i 1988. Oslo Børs ble en moderne markedsplass der meglerne kunne handle uten fysisk tilstedeværelse på børsen. I 1999 ble det nye revolusjonerende handelssystemet ASTS innført. Systemet baserte seg på automatisk matching av ordrer fra en elektronisk ordrebook⁴ og var svært driftssikkert. Desentralisert handel ble vanligere, og det nye elektroniske handelssystemet tillot at meglerne koblet seg opp fra alle verdenshjørner. Omtrent samtidig begynte meglerhus å tilby sine kunder aksjehandel over internett, noe som resulterte i en eksplosiv økning i antall registrerte handler (Oslo Børs, 2009b). Handelssystemet ble avløst av SAXESS som et ledd i NOREX-samarbeidet i 2002 (Oslo Børs, 2009c).

NOREX-samarbeidet er et omfattende samarbeid mellom Oslo Børs og de andre børsene under OMX.⁵ Det strategiske samarbeidet mellom de nordiske fondsbørsene er et forsøk på å skape en felles markedsplass for aksjer, obligasjoner og derivater. Samarbeidet innebærer et felles system for verdipapirhandel, og harmonisering av

⁴ I ordreboka fremkommer volumet av alle innmeldte kjøps- og salgssinteresser til de ulike prisene (Weme, 1998).

⁵ Nasdaq OMX oppstod etter en fusjon mellom den svensk-finske virksomheten OMX og den amerikanske teknologibørsen Nasdaq. Virksomheten i OMX er delt inn i to divisjoner: OMX Exchanges og OMX Technology. OMX Exchanges eier og driver børsene i København, Stockholm, Helsingfors, Tallinn, Riga og Vilnius (Nasdaq OMX, 2008). I 2007 var Nasdaq OMX Group, Inc. den sjette største aksjonæren i Oslo Børs VPS Holding ASA (Oslo Børs VPS, 2008).

regelverk og krav i henhold til medlemskap og handel (Oslo Børs, 2009c). Resultatet av dette blir at utenlandske investorer enklere kan betrakte Norden som én region å investere i. Det vil dermed være mulig å handle aksjer fra alle de nordiske landene, samt Baltikum, gjennom ett og samme handelssystem. Dette er en klar forenkling i forhold til tidligere, da alle meglerhus måtte knytte seg opp mot de respektive landenes meglerhus for å handle. Tabell 1 viser antall medlemmer på Oslo Børs i perioden 2002 - 2008. De lokale medlemmene har blitt noe færre i denne perioden, mens antallet fjernmedlemmer har økt betraktelig. Dette indikerer at NOREX-samarbeidet har bidratt til at flere utenlandske meglerhus har blitt medlem på Oslo Børs. Siden avgjørelsen om å delta i alliansen ble gjort i 2002, har antall fjernmedlemmer økt fra 9 til 35. Medlemskapet til de nye internasjonale meglerhusene medførte økt interesse fra utenlandske investorer. Dette gir igjen høyere omsetning på Oslo Børs, og medfører at de børsnoterte selskapene får tilgang til et betydelig kapitalmarked.

Aktive medlemmer	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Lokale medlemmer	28	27	23	23	24	23	22
Fjernmedlemmer	9	14	15	21	28	35	35
Totalt antall medlemmer	37	41	38	44	52	58	57

Tabell 1: **Medlemsutvikling på Oslo Børs i perioden 2002-2008.** Tall er hentet fra Oslo Børs Årsrapport 2006, Årsrapport 2007 og 4. kvartalsrapporten 2008.

Oslo Clearing er en oppgjørssentral for kunder som handler med derivater og forpliktelser i forbindelse med finansielle instrumenter. Selskapet er et allment aksjeselskap som handler som en sentral motpart for finansielle derivater og låneprodukter. Oslo Clearing er i dag et datterselskap av Oslo Børs VPS Holding ASA. Dette står i kontrast til mange clearinghus som er eid av sine medlemmer (Oslo Clearing, 2009a). Linked Exchange & Clearing (LEC)-samarbeidet ble opprettet i 1997 som verdens første elektroniske handels- og clearingstilkobling mellom

uavhengige markedsplasser. Medlemmene er i dag Oslo Børs og Oslo Clearing, Nasdaq OMX og den engelske investeringsbørsen EDX. Norske aktører kan via Oslo Børs handle derivater også på de to andre børsene. Clearing av produktene skjer lokalt i hvert land, slik at norske investorer får utført clearingtjenester av Oslo Børs, uavhengig av om det er utenlandske produkter (Oslo Børs, 2009d). LEC-samarbeidet inkluderer også integrering av ordrebøker, noe som tidligere har vært uvanlig ved samarbeid over landegrenser (Oslo Clearing, 2009b).

2.2.2 VPS

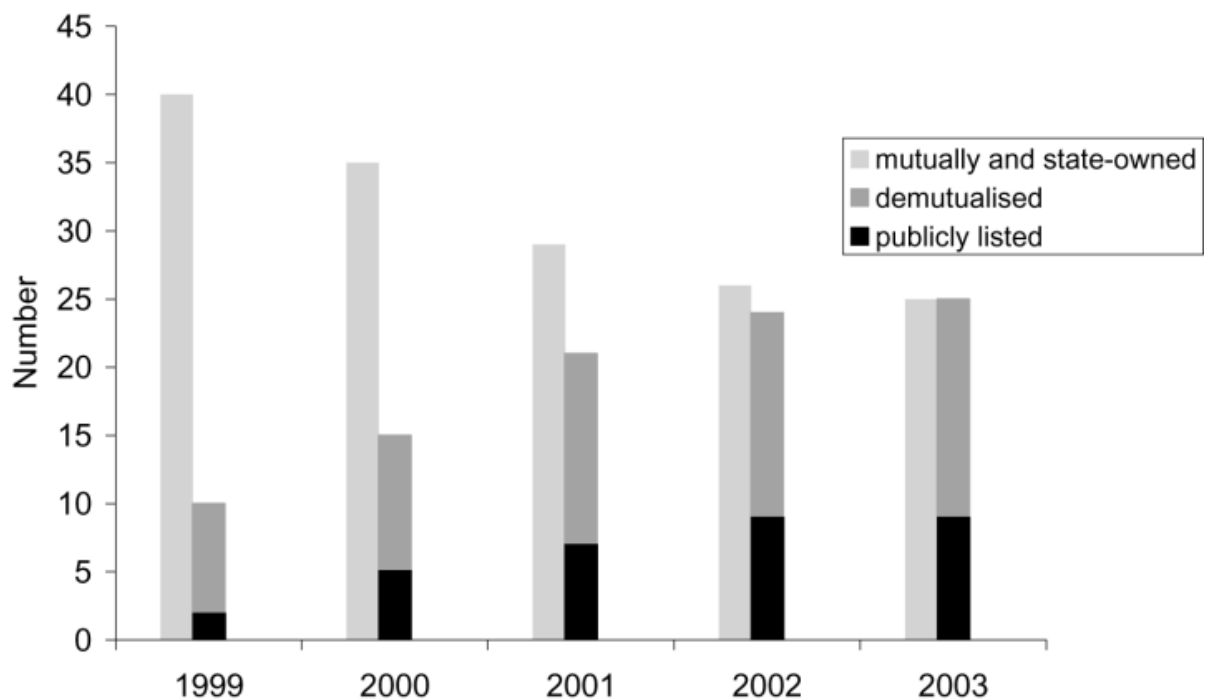
Omsetningen av verdipapirer økte kraftig på begynnelsen av 1980-tallet. Omsetningsapparatet fikk store problemer med avvikling og oppgjør, og de børsnoterte selskapene fikk problemer med å holde orden på sine eiere. Løsningen på dette problemet ble opprettelsen av Verdipapirsentralen (VPS) juni 1985. Dette ble begynnelsen på at fysiske verdipapirer ble erstattet med et dokumentløst system (NOU, 1999: 3, kap. 3). Siden den gang har det skjedd flere endringer. VPS ble i februar 2003 omdannet fra å være en selveiende institusjon til å bli et allmennaksjeselskap (VPS, 2009a). Selskapet ble organisert i en holdingstruktur, der VPS-gruppen bestod av morselskapet VPS Holding ASA med datterselskapene VPS ASA, Manamind AS og VPS Clearing ASA. November 2007 fusjonerte VPS Holding ASA med Oslo Børs Holding ASA, noe som medførte at handel, oppgjør og registrering kontrolleres under én enhet i Norge, Oslo Børs VPS Holding ASA (VPS, 2007). I tillegg til VPS ASA, har Oslo Børs VPS Holding ASA følgende datterselskap: Oslo Børs ASA, Oslo Clearing ASA (tidligere VPS Clearing) og Oslo Solutions (tidligere Manamind). Oslo Børs ASA inkluderer Oslo Børs, Oslo Axess, Oslo ABM og Oslo Informasjon (Oslo Market Solutions, 2008). Selskapet tilbyr dermed tjenester som dekker hele verdipapirkjeden.

VPS' hovedfunksjon er å være et offentlig godkjent verdipapirregister. Ifølge Verdipapirsentralloven er børsnoterte verdipapirer ved lov pålagt registreringsplikt i VPS (Jf. Verdipapirregisterloven [VPRL] 5/7 2002 § 2-1). Loven medfører at VPS

har et legalt monopol på området eierregistrering. I tillegg til eierregistrering har selskapet en avregnings- og oppgjørsvirksomhet, samt tjenester tilknyttet verdipapirregistreringen og avregnings- og oppgjørsvirksomheten. VPS leverer dermed infrastruktur og tjenester for oppgjør og registrering av rettigheter for verdipapirer. Aksjer, obligasjoner, grunnfondsbevis, sertifikater og fondsandeler er alle eksempler på finansielle instrumenter som selskapet tilbyr registrering av (VPS, 2009b). VPS har ikke legalt monopol på sin oppgjørsvirksomhet. Vi skal senere se at VPS trolig vil møte økt konkurranse på dette området i fremtiden.

3. Internasjonale trender for utviklingen av verdipapirkjeden

Figur 1 på neste side viser endring i børsens eierstruktur i perioden 1999-2003. Figuren viser utviklingen blant verdens femti største børser. Den lysegrå fargen viser børser som er statseide kooperativ. Figuren viser en klart fallende trend av børser med denne eierstrukturen. Den mørkegrå fargen viser antallet børser som er ”demutualisert”. Det er ifølge Grote (2007) ingen standard definisjon på ordet ”demutualisere”, men begrepet betegner prosessen et foretak går igjennom når det går fra å være et kooperativ som maksimerer nytten til medlemmene, til å bli et profittmaksimerende selskap eid av investorene. Det avgjørende i denne prosessen er at medlemskap og eierskap blir adskilt. I 1993 gjennomgikk Stockholm Fondbörs denne prosessen og ble den første ”demutualiserte” børsen i verden. Siden den gang har mange børser fulgt etter, og figuren viser en stigende trend av børser som har frikoblet medlemskap og eierskap. I 1998 ble den australske børsen omdannet til et aksjeselskap. Dette var den første børsen i en rekke av mange som skulle bli omdannet til aksjeselskap de nærmeste årene. Disse børsene er markert med svart i figuren. Figuren avslører en sterk trend: Mange børser går fra å være offentlig eide medlemskooperativ til å frikoble medlemskap og eierskap. Det er også stadig flere børser som selv blir aksjeselskap.



Figur 1. Eierskap av de femti største børsene i verden 1999 – 2003. Kilde: Grote (2007)

På tross av den globale trenden i figur 1 påpeker Hasan og Malkamaki (2001) at utviklingen i de ulike verdensdelene har vært svært forskjellig. Tradisjonelt har børsene i Europa og Asia vært – enten legalt eller i praksis – i monopollignende posisjoner innenfor sine respektive markeder. Dette står i kontrast til børsene i USA og Canada, som har hatt sterk konkurranse seg imellom. Den sterke konkurransen har medført at antall børser i Nord-Amerika har blitt redusert. I land med sterk utvikling og vekst, for eksempel i Asia og Øst-Europa, har trenden gått i motsatt retning. Der har det blitt etablert mange nye børser for å møte den økte etterspørselen etter salg og kjøp av aksjer og derivater. Disse børsene er ofte nasjonale og har kun lokal aktivitet.

Dette kapittelet vil handle om strukturen på finansmarkedene i utvalgte europeiske land og USA. Spesiell vekt blir lagt på forholdet mellom børs og verdipapirsentral og børsens eierstruktur. Fokus vil være på våre vesteuropeiske naboland, fordi børsene i disse landene har, i likhet med børsen i Norge, hatt svært mye markedsmakt. I tillegg har børsene ofte vært både eid og styrt av sine medlemmer. Vi skal se at økt konkurranse børsene imellom, og mellom børser og alternative handelssystemer, har utfordret denne posisjonen. Flere børser, inkludert Oslo Børs, har blitt privatisert, og

andre er blitt omorganisert for å stå bedre rustet til å møte den internasjonale konkurransen. Ved å se nærmere på hvordan strukturen i verdipapirmarkedet har utviklet seg både i Norge og i utvalgte europeiske land de siste 15 årene, avsløres en klar trend: Markedet er preget av oppkjøp, fusjoner og giganter. Et eksempel på dette er fjorårets fusjon mellom OMX og Nasdaq. Jeg tar også med USA i fremstillingen, fordi landet med fordel kan sammenlignes med Europa. Vi skal se at mens det europeiske markedet er relativt fragmentert på oppgjørs- og registreringssiden, er det amerikanske markedet svært sentralisert.

3.1 Sverige

I Sverige har tre foretak konsesjon for børs: Stockholms Fondbörs AB, OM Stockholm AB og Penningmarknadinformation PMI AB.⁶ OM Stockholm er en handelsbørs for derivater og en clearingsentral, mens Penningmarknadinformation PMI er et elektronisk marked for pengebærende papirer. I 1992 ble Stockholms Fondbörs ved en lovendring gjort om til et aksjeselskap. En av årsakene til endringen var at det ble påpekt at det ville være uheldig for børsen å være underlagt den gamle særreguleringen når konkurransen økte fra utlandet. Ved å endre børsen til et aksjeselskap ville den kunne drives under samme vilkår som konkurrentene. Fondbörsen fusjonerte i 1998 med OM Gruppen AB og drives etter sammenslåingen sammen med OM Stockholm AB innenfor forretningsenheten Stockholm Exchanges.

Värdepapperscentralen AB (VPC) har i likhet med Norges verdipapirsentral legalt monopol på registrering av verdipapirer. Tradisjonelt var VPC organisert som et aksjeselskap, kontrollert 50 % av den svenske staten, 25 % av banker og verdipapirforetak og 25 % av verdipapirutstedere gjennom Industriförbundet og Stockholms Handelskammare. Da Stockholm Fondbörs var i fusjonsforhandlinger med OM Gruppen AB i 1997 var VPC også med i forhandlingene. I motsetning til

⁶ Faktaopplysninger i kapittel 3 er hentet fra NOU 1999: 3, kap. 13 dersom annet ikke er oppgitt.

Fondbörsen ble ikke VPC en del av den endelige fusjonen. VPC eies av Nordic Central Securities Depository (NCSD), som igjen i hovedsak eies av fire svenske banker: Swedbank, Nordea Bank, Skandinaviska Enskilda Banken og Svenska Handelsbanken. NCSD eier også samtlige aksjer i Finlands verdipapirsentral Suomen Arvopaperikeskus Oy (APK) (Finansinspektionen, 2007). NCSD ble i siste halvdel av 2008 kjøpt opp av clearing- og depotinstitusjonen Euroclear.

3.2 Danmark

Før innføringen av Verdipapirhandelloven av 1995 var København Fondsbørs en selveiende institusjon. Med denne loven kom kravet om at man måtte søke om konsesjon for å drive virksomhet som fondsbørs. København Fondsbørs ble gjort om til et aksjeselskap. Børsen fusjonerte i 1997 med oppgjørs- og clearingsentralen FUTOP og driver i dag denne enheten som et datterselskap. Stockholms Fondbörs og Københavns Fondsbørs inngikk i begynnelsen av 1998 en langsiktig avtale med formål å skape et felles nordisk verdipapirmarked. Dette samarbeidet ble utvidet til å inkludere flere land og er kjent som NOREX-samarbeidet.

I begynnelsen av 2000 ble verdipapirsentralen organisert som et aksjeselskap. Selv om FUTOP fusjonerte med børsen, forble Verdipapircentralen (VP) en uavhengig institusjon.

3.3 Finland

I Finland er det et krav at børsen må være organisert som et aksjeselskap eller andelslag. Helsingfors fondsbørs ble omdannet fra forening til andelslag uten forretningsmessig formål i 1984 og ble videre omdannet til et aksjeselskap i 1995. Børsen fusjonerte i 1997 med SOM AB, Securities and Derivative Exchanges, Clearing House og fikk navnet Helsinki Exchanges AB (HEX), Helsinki Securities

and Derivative Exchanges. Et år senere inngikk børsen et samarbeid med Deutsche Börse og Eurex.⁷

Verdipapirregistreringen i Finland (APK) var tidligere organisert i en rekke konkurrerende sentraler, som siden er blitt organisert i én sentral. Som nevnt ovenfor eies APK av det svenske selskapet NCSD, som igjen er kjøpt opp av Euroclear.⁸

3.4 Storbritannia

London Stock Exchange Ltd.(LSE) er organisert som et aksjeselskap der medlemmene av børsen er aksjonærer. Børsen i London er en av verdens eldste børser og Europas finanssentrum (London Stock Exchange[LSE], 2009). LSE er også verdens mest internasjonale børs med nær 700 utenlandske selskaper fra mer enn 70 ulike land notert på sine markedsplasser (Oslo Børs VPS, 2009). Når det gjelder Storbritannias organisering av verdipapirvirksomhet, har denne utviklet seg de siste årene. I 1986 ble markedet for omsetning av verdipapirer deregulert. Dette innebar blant annet at børsens medlemmer kunne eies av eksterne selskaper. Det innebar også at børs gulvet ble erstattet med elektronisk handel. LSE har flere datterselskaper, hvor CREST er et av dem. CREST var den viktigste clearing- og oppgjørssentralen i Storbritannia og hadde den unike rollen som oppbevaringssted for verdipapirer i UK og Irland. I 1999 fusjonerte CREST sammen med Central Gilts Office (CGO) og Central Money Office (CMO) til et felles selskap: CRESTCo. I 2002 meldte CRESTCo og Euroclear at de ønsket å fusjonere. Fusjonen ble et faktum samme år. Deres visjon var å bli den største betalingsorganisasjonen i Europa (Euroclear, 2009). Vi skal senere se at mange har forsøkt å kjøpe opp LSE, uten at forhandlingene har gitt noen resultater. I 2007 fusjonerte LSE istedenfor med Borsa Italiana, noe som resulterte i at LSE ble Europas ledende aksjeplattform (LSE, 2009).

⁷ Eurex er en av verdens største derivatbørser og en ledende clearinginstusjon i Europa (Eurex, 2009).

3.5 USA

Nesten all verdipapirhandel i USA er regulert under føderal lovgivning, som i hovedsak består av syv lover. Et eksempel på en slik lov er at børsene har mulighet til å begrense antall medlemskap. Børsene antas å være selvregulerende institusjoner, noe som innebærer at de har et internt regelverk som sikrer trygg og rettferdig handel. I mars 2008 var det ti børser som var godkjent som ”national security exchange”, blant annet New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (Amex) og Nasdaq Stock Market LLC (Nasdaq) (U.S. Security and Exchange Commission, 2008). NYSE og Nasdaq har størst handelsvolum og er nærmest enerådende blant de tradisjonelle børsene. I 2007 slo Euronext og NYSE seg sammen til det fusjonerte selskapet NYSE Euronext.⁹ Selskapet har også overtatt Amex (New York Stock Exchange [NYSE], 2009a). Den største clearinginstitusjonen er eid av de største børsene i fellesskap. I 1999 ble verdipapiroppgjøret i USA sentralisert ved at Depository Trust Company (DTC) og National Security Clearing Corporation (NSCC) ble slått sammen til en enhet: Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC) (Weme og Axelsen, 2001).

3.6 Avslutning

Trenden både internasjonalt og i Norge viser at markedet for omsetning av verdipapirer er preget av fusjoner og oppkjøp. Børsene har også endret eierstruktur, gjerne i form av å omdannes fra medlemskooperativ til å bli aksjenoterte selskaper. I Norge representeres dette ved privatiseringen av Oslo Børs i 2001 og sammenslåingen med VPS i 2007. Det er disse endringene i markedet for omsetning

⁸ Euroclear er en internasjonal clearing- og depotinstitusjon som registrerer og avvikler verdipapirer. Euroclear er under belgisk jurisdiksjon (Weme, 1998).

⁹ Euronext består av de fusjonerte børsene til Frankrike, Belgia, Nederland og Portugal. NYSE Euronext oppstod som et resultat av fusjonen mellom NYSE Group Inc. og Euronext (Euronext, 2009).

av verdipapirer som gir opphav til hovedproblemstillingen for det videre arbeidet:
Hva er optimalt eierskap i markedet for omsetning av verdipapirer?

For å analysere noen av disse forholdene benytter jeg meg av modellen i Hart og Moore (1996). Modellen deres representerer et rammeverk som har til hensikt å forklare hvordan konkurransenivå og børsmedlemmenes grad av ulik interesse påvirker kooperativ eierstruktur og privat eierskap. Det første avsnittet vil presentere og forklare modellen. Deretter vil modellfunnene brukes som et utgangspunkt til å drøfte hva som er optimal eierstruktur i markedet for omsetning av verdipapirer. Dette gjøres ved å sammenligne modellens implikasjoner med hvordan markedsforholdene og eierstrukturen er utformet ved Oslo Børs.

Den stiliserte modellens begrensninger gjør at jeg fortsetter diskusjonen om optimal eierstruktur utenfor modellen. I diskusjonen om optimal eierstruktur i markedet for omsetning av verdipapirer dukker det opp flere problemstillinger. Blant disse skal jeg spesielt diskutere følgende to:

1. Er det optimalt for Norge å ha en "nasjonal" børs?
2. Er vertikale og horisontale fusjoner et egnet virkemiddel for å oppnå effektive kapitalmarkeder?

Avslutningsvis vil jeg forsøke å sammenfatte og konkludere.

4. Modellen

For å analysere optimal eierstruktur benytter jeg en enkel modell hentet fra Hart og Moore (1996). Artikkelen utleder et rammeverk for hvordan man kan analysere børsens eierstruktur. Forfatterne ønsker å vise at hvor godt de ulike eierstrukturene fungerer, avhenger av hvor forskjellige børsmedlemmenes interesser er, og hvor sterk konkurranse børsen står overfor. Artikkelens utgangspunkt er at en børs er en spesiell form for bedrift, som tilbyr spesielle tjenester til sine kunder. Det er flere forenklete antagelser i modellen, og resultatet blir en svært stilisert modell som beholder generaliteten.

4.1 Modellens antagelser og definisjoner

Hart og Moore (1996) sammenligner to ulike former for eierskap: et medlemskooperativ og eksternt eierskap. For å dra et tydelig skille mellom disse to eierstrukturene definerer forfatterne først begrepet *bedrift* i henhold til tidligere arbeider. Ved å følge dette rammeverket defineres en bedrift ut fra all kapital som ikke er humankapital. For en børs vil eksempler på slik kapital typisk være beliggenhet og fasiliteter og mer abstrakte komponenter som regelverk og et godt rykte. Den kanskje viktigste egenskapen en børs kan inneha er markededybde. Å ha et tilstrekkelig stort marked sikrer at meglere vet at de kan handle med mange andre meglere på børsen. Det er blant annet denne egenskapen vi har sett gir oppgav til naturlig monopol: meglers nytte av å handle på børsen øker i takt med hvor mange andre som bruker børsen.

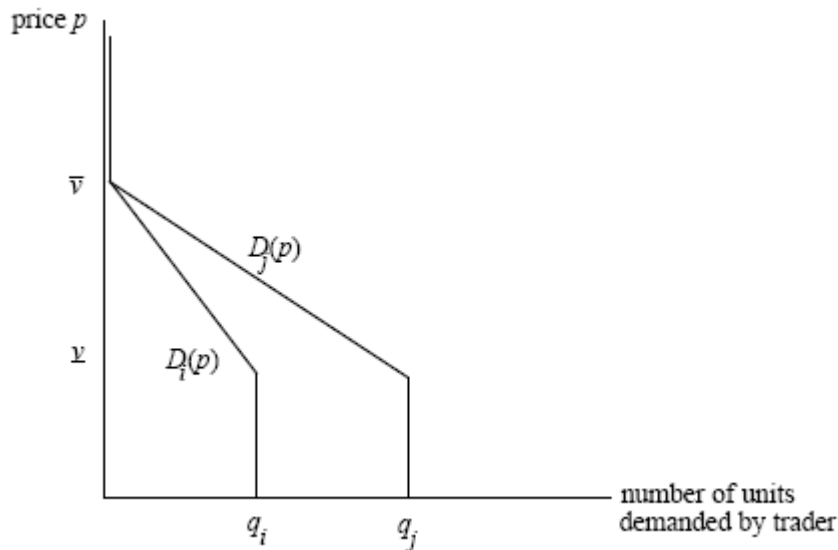
Kooperativ var tidligere den vanligste formen eierskap på verdens børser. De fleste store børsene, inkludert London Stock Exchange og New York Stock Exchange, var organisert som kooperativer. På tross av mange fellestrekk blant kooperativene er det også store forskjeller for hvordan et kooperativ fungerer i praksis. Kooperativene kan være forskjellige i hvordan de delegerer makt, for eksempel ved å ha ulik

stemmestruktur. Grad av offentlig påvirkning, hvilket regelverk kooperativet er pålagt å følge, og om medlemskap er lukket eller åpent, er andre faktorer som er med på å påvirke kooperativets karakter. Det er ikke uvanlig at kooperativ har ulike medlemsklasser, hvor medlemmene har ulike rettigheter begrunnet av for eksempel ansiennitet. Dette ignoreres i modellen, hvor det antas at hvert medlem har en stemme. Videre defineres et medlemskooperativ ved at børsens kapital kontrolleres av sine medlemmer som tar avgjørelser på demokratisk basis.

Eksternt eierskap er den andre formen for eierskap som drøftes i artikkelen. Modellen forenkler ved å definere eksternt eierskap på følgende måte: Børsens kapital kontrolleres av en ekstern eier som maksimerer profitten. Modellen skiller dermed ikke mellom å være eid av et aksjeselskap eller å være eid av en individuell eier. Under eksternt eierskap vil de som kontrollerer og tar avgjørelser på vegne av bedriften, typisk ikke være de samme som kjøper og bruker produktene. I motsetning til et medlemskooperativ vil eierne under eksternt eierskap ikke være bundet til retten til å konsumere.

Modellen består av tre komponenter: mennesker, kostnader og fordeler.

- 1) Mennesker: I økonomien eksisterer det $2N-1$ mennesker, $i = 1, 2, \dots, 2N-1$ som er brukere av børsen. Som en forenkling skiller vi ikke mellom ulike aktører (privatkunder, børsmejlere osv.) men kaller alle for *kunder*.
- 2) Kostnader: Børstjenester måles i "enheter tilbudt". Vi antar dermed at kostnadene ved å tilby en enhet børstjenester til en kunde er lik konstanten c .
- 3) Fordeler: Fordelene kunde i får fra en marginal enhet børstjenester representeres av etterspørselskurven $D_i(p)$ (se figur).



Figur 2: Etterspørselskurver for konsument i og j . Kilde: Hart og Moore (1996)

Figuren over viser etterspørselskurvene til kunde i og j . Pris på børstjenester er benevning på den vertikale aksene, mens antall enheter som etterspørres er benevning på den horisontale aksene. Dersom prisen på børstjenester øker over nivå \bar{v} , vil kundenes etterspørsel falle til null. Dersom prisen faller under nivå \underline{v} , vil etterspørselen slutte å øke. Mellom disse to prisene antas etterspørselen å øke lineært når prisen går ned. Kostnadene c antas å ligge et sted i dette intervallet: $\underline{v} < c < \bar{v}$. q viser hvor mange børstjenester som etterspørres til pris \underline{v} . Figuren viser to kunder, hvor kunde j etterspør flere børstjenester til gitt pris enn kunde i . Vi har dermed at $q_j > q_i$, slik at j er en større kunde enn i . Kundene kan rangeres i henhold til sin størrelse på følgende måte:

$$q_1 < q_2 < \dots < q_i < \dots < q_{2N-1}$$

For å finne ut hvilken kunde som vil ha den avgjørende stemmen i et medlemskooperativ, finner man medianen av kunderekken over. Mediankunden blir kunde N . $D(p)$ er den samlede etterspørselskurven. Kurven har samme form som etterspørselskurven til kunde i , bortsett fra at den skjærer den horisontale aksene i Q istedenfor q_i . Q er definert som summen av den individuelle etterspørselen til kundene $1, 2, \dots, 2N-1$:

$$Q = \sum_{i=1}^{2N-1} q_i$$

Det optimale utfallet oppnås ved å sette prisen p , lik marginalkostnaden c . Dette vil fungere som et standardmål på effektivitet. Jo nærmere prisen er kostnaden, jo mer samfunnsøkonomisk effektiv vil tilpasningen være. Det totale overskuddet (TO) i markedet defineres som det totale produsentoverskudd (TPO) pluss det totale konsumentoverskudd (TKO):

$$TO(p) \equiv TPO(p) + TKO(p)$$

Dersom pris er lik kostnader, vil det totale overskuddet maksimeres. $p^* = c$ er den effektive prisen som gir en effektiv løsning.

$$(0) \quad p = p^* \text{ maksimerer } TPO(p) + TKO(p)$$

4.2 Utledning av modellen

Modellen forsøker å gjøre rede for to påstander:

Påstand 1: Eksternt eierskap blir relativt mer effektivt enn medlemskooperativ når variasjonen i medlemskapet blir mer ”skjevt” – dvs. når medianen er ulik gjennomsnittet.¹⁰

Påstand 2: Eksternt eierskap blir relativt mer effektivt enn medlemskooperativ når børsen møter mer konkurranse.

4.2.1 Eksternt eierskap

Dersom prisen kun bestemmes av en ekstern eier, settes denne for å maksimere produsentoverskuddet:

(1) $p = p^m$ maksimerer $TPO(p)$

Profittfunksjonen er satt sammen av to ledd: det første leddet er den samlede etterspørselskurven etter børstjenester, mens det andre leddet er pris minus kostnader.

$$\Pi(p) = \frac{Q(\bar{v} - p)}{\bar{v} - \underline{v}} * (p - c) \quad \text{for } \underline{v} \leq p \leq \bar{v}$$

For priser i intervallet $\underline{v} < p < \bar{v}$ finner man profittmaksimerende pris ved å derivere profittfunksjonen med hensyn på pris:

$$p^m = \frac{1}{2}(c + \bar{v})$$

Likningen over viser at pris er høyere enn kostnad. Dette følger av antagelsen om at $c < \bar{v}$. I henhold til effektivitetsmålet, betegnes dermed eksternt eierskap som ineffektivt. Graden av ineffektivitet avhenger av hvor mye større maksimumsprisen, \bar{v} , er enn kostnadene. Et resultat av dette er at p^m typisk vil være høyere enn den effektive prisen p^* . En ekstern eier vil altså velge $p^m > p^*$.

4.2.2 Medlemskooperativ

Dersom børsen er organisert som et medlemskooperativ, vil kunden også få en del av den samlede profitten. Dette kommer i tillegg til konsumentoverskuddet kunden får når han gjennomfører en handel. Det antas at alle de $2N-1$ medlemmene får en lik andel av børsens profitt. Dette betyr at alle mottar $\frac{1}{2N-1}$ av den totale profitten $TPO(p)$. Det totale konsumentoverskuddet er summen av alle de individuelle medlemmenes overskudd, ko_i , hvor $i = 1, 2, \dots, 2N-1$.

$$TKS(p) = ko_1 + ko_2 + \dots + ko_i + \dots + ko_{2N-1}$$

¹⁰ Vi forutsetter at fordelingen ikke er symmetrisk. Årsaken til at vi må utelukke dette spesialtilfellet, er at i en slik fordeling er gjennomsnittet alltid lik medianen.

Kunde "i" får følgende profittuttrykk:

$$U_i(p) \equiv \frac{q_i(1/2)(\bar{v} - p)^2}{\bar{v} - p} + \frac{1}{2N-1} \frac{Q(\bar{v} - p)(p - c)}{\bar{v} - p}$$

Det første leddet representerer konsumentoverskuddet til kunde i . Uttrykket fremkommer ved å regne ut arealet av trekanten som utgir konsumentoverskuddet til kunden for $p < \bar{v}$. Det andre leddet er andelen av den totale profitten som tilfaller kunden. Ved å derivere $U_i(p)$ med hensyn på prisen får vi følgende førsteordensbetingelse:

$$p_i = \theta_i c + (1 - \theta_i) \bar{v} \quad \text{hvor} \quad \theta_i = \frac{Q}{2Q - (2N - 1)q_i}$$

Uttrykket over viser at prisen er en vektet sum av \bar{v} og c . Vektingen θ_i på c vil alltid være større enn $1/2$. Dette følger av at siden $q_i > 0$, vil $\theta_i > \frac{\theta}{2\theta} = \frac{1}{2}$. Dette medfører at den foretrukne prisen under et medlemskooperativ alltid er lavere enn prisen under eksternt eierskap: $p_i < p^m$. Uttrykket over avslører også at θ_i er en økende funksjon av q_i . Dersom q_i er lik gjennomsnittet ($q_i = \frac{Q}{2N-1}$) vil θ_i akkurat være lik 1. Dette betyr at dersom q_i er større enn gjennomsnittet, vil θ_i være større enn 1. Store kunder vil foretrekke en lav pris fremfor høyere profitt. Den intuitive forklaringen er at medlemmene av kooperativet står overfor en avveining hvor de vurderer fordelene ved en lavere pris opp mot den økte inntekten de mottar gjennom fordelingen av profitt dersom prisen øker. Hart og Moore påpeker at en prisendring fører til både til en inntektseffekt og en konsumeffekt. Jo mer man handler på børsen, desto viktigere blir konsumeffekten relativt til inntektseffekten. Det som er avgjørende for hvilken pris som velges, er preferansene til medianmedlemmet N : $p_N = p^c$. Prisen kooperativet velger, p^c , er altså den prisen som maksimerer medianmedlemmets gjennomsnittlige inntekt:

$$(2) \quad p = p^c \text{ maksimerer } ko_N + \frac{1}{2N-1} * TPO(p)$$

Det første leddet i (2) representerer medlemmets individuelle konsumentoverskudd, mens det andre leddet er medlemmets andel av produsentoverskuddet.

Medlemskooperativet vil stemme for pris lik:

$$p^c = \theta_N c + (1 - \theta_N) \bar{v}$$

Om p^c er større eller mindre enn kostnadene avhenger av om θ_N er større eller mindre enn 1. Dette er igjen avhengig av om medianen, q_N , er større eller mindre enn

gjennomsnittet, $\frac{Q}{2N-1}$. Dersom medianen er nøyaktig lik gjennomsnittet vil

kooperativet stemme for at prisen settes lik kostnaden, og en effektiv allokering oppnås. Påstand 1 er dermed bekreftet av modellen: dersom medlemmene er svært ulike, vil medianen være veldig forskjellig fra gjennomsnittet, og prisen vil bli forskjellig fra kostnadene. Jo mer "skjevhet" det er i fordelingen, desto større avvik er det mellom pris og marginalkostnad, og desto mer ineffektiv er allokeringen. Dersom fordelingen blir mer skjev, vil eksternt eierskap bli relativt mer effektivt. Dette kan også illustreres ved å gange opp (2) med faktor $2N-1$.

$$(2)' \quad p = p^N \text{ maksimerer } TPO(p) + (2N-1) * ko_N$$

Vi ser at p^N kun vil være lik p^* dersom

$$(2N-1) * ko_N \equiv TKO(p)$$

eller ekvivalent

$$(3) \quad ko_N \equiv \frac{1}{2N-1} * TKO(p)$$

Dette vil generelt ikke være tilfellet. Likning (3) sier at et medlemskooperativ er effektivt dersom konsumentoverskuddet til medianvelgeren er lik konsumentoverskuddet til den gjennomsnittlige velgeren. Modellen predikerer

dermed første-beste utfall kun dersom medianvelgeren har gjennomsnittlige preferanser.

Vi har nå funnet ut hvordan prisen på børstjenester vil settes i et medlemskooperativ og ved eksternt eierskap. Neste skritt er å finne ut hva som er effekten av å innføre konkurranse i børsmarkedet. En annen identisk børs introduseres, med pris, \tilde{p} , i intervallet $c < \tilde{p} < p^m$. Dette vil medføre at den opprinnelige børsen ikke lenger kan sette prisen høyere enn \tilde{p} . Dersom den gjør det, vil den miste alle sine kunder. I tilfellet med en eksternt eid børs, vil det optimale være å velge en pris så høy som mulig uten at den mister kundene, nemlig \tilde{p} . I et medlemskooperativ trenger ikke tilpasningen nødvendigvis endres når konkurranse innføres. Det er vist over at prisen i et kooperativ alltid vil være lavere enn ved eksternt eierskap. Dette vil fortsatt være tilfellet, men det må også tas hensyn til at prisen må være lavere enn \tilde{p} . Dersom p^c er lavere enn \tilde{p} , vil denne prisen fortsatt være den gjeldende. Dersom p^c er høyere enn \tilde{p} , vil kooperativet stemme for \tilde{p} . Modellen har dermed underbygd påstand 2 om at eksternt eierskap blir relativt mer effektivt enn et kooperativ dersom børsen møter sterkere konkurranse.

5. Modellens implikasjoner

Modellen viser at begge typene eierskap er ineffektive, men på ulike måter og av ulike årsaker. Vi har sett at prisen under eksternt eierskap settes for høyt i forhold det som er samfunnsøkonomisk effektivt. Opphavet til den ineffektive prissettingen er at den eksterne eieren antas kun å være interessert i å maksimere profitten. Dette resultatet vil samsvare med hvordan en monopolist vil tilpasse seg i markedet. Monopolisten vil redusere tilbudet slik at prisen øker over frikonkurransen for å oppnå høyest mulig profitt. Dette vil skape et ineffektivt lavt kvantum og for høy pris. Et kooperativ vil heller ikke være effektivt, fordi den avgjørende stemmen ikke nødvendigvis representerer kooperativet som helhet. Vi har sett at i spesialtilfellet der den avgjørende velgeren har gjennomsnittlige preferanser, vil utfallet bli samfunnsøkonomisk effektivt.

Utledningen av modellen til Hart og Moore (1996) i kapittel 4 bekreftet følgende påstand: Eksternt eierskap blir relativt mer effektivt når børsmedlemmene er heterogene og/eller når børsen møter sterk konkurranse. Trenden globalt har vært at børsene har blitt endret til å bli profittmaksimerende bedrifter, der medlemmene ikke er eiere av børsen. Flere europeiske børser har de siste årene gått fra å være offentlige selskaper eller kooperativer til å bli aksjoterte selskaper. Vi har sett tidligere at i tillegg til Oslo Børs, er børsene blant annet i Sverige, Danmark og Finland organisert som aksjeselskap. Ved å sammenligne utviklingen i Europa, og i Norge spesielt, med påstandene i modellen kan man finne ut om organisasjonsformen vi har i dag er samfunnsøkonomisk effektiv. Dette kapitlet begynner med å forklare sammenhengene mellom homogenitet og konkurranse. Avsnitt 5.2 tar for seg hvordan konkurransesituasjonen i markedet for omsetning av verdipapirer har endret seg de siste årene. Deretter skal jeg i avsnitt 5.3 forsøke å finne ut om medlemmene på Oslo Børs er blitt mer eller mindre homogene. Ved å sammenligne konklusjonene i modellen med det vi kommer frem til er gjeldende i markedet, finner jeg ut hvilke implikasjoner modellen har for optimalt eierskap på Oslo Børs.

5.1 Sammenhengen mellom konkurranse og homogenitet

Vi har sett at børser i stor grad har gått bort fra å være organisert som kooperativ. De siste årene har det blitt mer og mer vanlig at børsene har blitt transformert til ”vanlige” bedrifter – med separat medlemskap og eierskap. Grote (2007) hevder at det i hovedsak er tre elementer som kan forklare denne utviklingen: deregulering og innføring av euro, internasjonaliseringen av børsenes medlemmer og deres kunder, og teknologisk fremgang. Forbedret teknologi har medført lavere kommunikasjonskostnader og muligheter for å handle på børsen uten å være fysisk til stede. Faktorer som fysisk tilstedeværelse og direkte kommunikasjon har tidligere medført at tilgang til markedsplassen måtte begrenses. Da var da naturlig å organisere børsen som en stengt ”klubb”, hvor kun kredittverdige medlemmer hadde adgang til markedet. Kontroll av dette ble oppnådd ved en kooperativ eierstruktur. Innføring av elektronisk handel førte til et redusert behov for en slik kontroll. Vi skal se i kapittel 5.2 at elektronisk handel også medfører økt konkurranse.

Deregulering er en annen faktor som kobler sammen begrepene konkurranse og homogenitet. Innføringen av fjerntmedlemskap i EU-området og innføringen av euro gjorde det lettere for investorer å sammenligne priser og utføre handler på tvers av landegrenser. I tillegg ble det mer vanlig at internasjonale byråer overtok overvåkingen og kontrollen av de store bedriftene. Behovet for å organisere børsen som et kooperativ ble altså sterkt redusert da børsens monopolmakt ble utfordret. Fjerntilgang, multilaterale handelsplattformer (MTF-er)¹¹, ”in-house trading” og alternative handelssystemer har redusert børsens markedsrett, noe som igjen har redusert risikoen for at konsumentene blir utnyttet. Dette gir mindre behov for at kundene også er eiere av børsen. Dersom det er liten konkurranse i markedet, vil det altså være et større behov for å organisere børsen som et kooperativ.

¹¹ MTF-er er ikke børser, men markedsplasser som tilbyr aksjer notert på de tradisjonelle børsene (NA24, 25.08.08).

5.2 Konkurransen

Modellen impliserer at dersom markedet er karakterisert av redusert konkurranse, bør børsen organiseres som et medlemskooperativ. Dersom konkurransen har økt, bør derimot børsen organiseres med eksternt eierskap. I dette delkapittelet skal vi se at en internasjonalisering av næringslivet har medført endrede krav til verdipapirmarkedene. I Europa har det vært en gjennomgående nedbygning av den rettslige beskyttelsen av konkurransen for nasjonale markedsplasser. Denne dereguleringen skyldes i stor grad økt politisk enighet rundt EUs prinsipper om fri flyt av kapital og tjenester. Tanken er at økt konkurranse vil gi forbrukerne et bedre tilbud til en lavere pris. I avsnitt 5.2.1 drøftes først årsakene til den økte konkurransen. Deretter settes fokuset spesielt på norske forhold og hvordan Oslo Børs' konkurransesituasjon forventes å endres i nærmeste fremtid. Vi skal se at endringene i verdipapirmarkedet er så store og fundamentale at det kan betviles om den kooperative strukturen verdipapirmarkedet har hatt tidligere, er best egnet for fremtiden. Vi skal også se at konkurransen i markedet for omsetning av verdipapirer ikke bare har økt betraktelig, men også forventes å øke de nærmeste årene. Dette indikerer at børsen bør ha eksternt eierskap.

5.2.1 Årsaker til økt konkurranse

Det er flere årsaker til den økte konkurransen. Noen av disse årsakene forklares av Hart og Moore (1996). Forfatterne påpeker at vekst i globale kapitalmarkeder har medført reduserte kommunikasjonskostnader og gitt børsene adgang til geografisk spredte kundegrupper som tidligere har vært utilgjengelige. Vi har allerede sett at en konsekvens av dette er at den tradisjonelle børs-handelen representert med auksjon og børs-gulv i stor grad er erstattet med elektroniske handels- og informasjonssystemer. Dette gjør det mulig for meglerhusene å delta i handelen uten fysisk tilstedeværelse, og det åpner for handel over landegrensene. De elektroniske systemene åpner også for muligheten til å spre informasjon sikkert og effektivt, samarbeid børsene imellom og sammenkobling av systemer i verdipapirkjeden. Ny teknologi medfører dessuten

mulighet for større gjennomsiktighet og øker tilgjengeligheten. Dette har medført at det har blitt billigere å etablere konkurrerende virksomheter til de eksisterende børsene. Resultatet er blitt at nasjonale børser også konkurrerer internasjonalt.

Som en faktor som kan ha bidratt til økt konkurranse i markedet for omsetning av verdipapirer, trekker forfatterne frem at det er lettere å få medlemskap på børsene. Dette øker mangfoldet fordi medlemmene ikke bare har forskjellige roller på børsen, men også deltar i ulike aktiviteter utenfor børsen. Denne utviklingen kan medføre at medlemmene også kan bli konkurrenter av børsen.

Investorene på børsen kan deles inn i tre kategorier: institusjonelle investorer, foretak og privatpersoner. De institusjonelle investorene er typisk profesjonelle forvaltningsinstitusjoner, som for eksempel banker, forsikringsselskaper, pensjonskasser og verdipapirfond, og de kan være både innenlandske og utenlandske. Weme (1998) påpeker at institusjonelle investorer har blitt mer profesjonalisert. Årsaken til dette har vært økt kapitalmobilitet og voksende porteføljer. Det har også blitt mer vanlig å utnytte den avkastnings- og risikofordelen man kan oppnå ved diversifisering over landegrenser. For det norske markedet vil dette bety at store norske investorer plasserer en økende andel av sine midler utenlands, mens utenlandske aktører øker sine investeringer på Oslo Børs. Siden det norske markedet er så lite, vil en liten investering fra en stor utenlandsk aktør være en betydelig investering i det norske markedet. Det har de siste årene vært økning i institusjonelle investorer. Gjennom økte markedsandeler får de institusjonelle investorene mer markedsrett. Med denne markedsretten antas det å følge større krav til kvalitet, og pris på børstjenester. Krav om kostnadseffektive måter å omsette verdipapir på fører til press på børser og mellommenn om lavere produksjonskostnader. De institusjonelle investorene er ofte tilknyttet egen analysekompetanse og er mindre avhengige av de tradisjonelle investeringsrådgiverne. En annen tendens i markedet har vært den store veksten i kapital forvaltet av ulike typer verdipapirfond. Få store forvaltningsselskaper kan i større grad enn mange små investorer øve innflytelse på priser og kvalitet på tjenestene de kjøper.

Weme og Axelsen (2001) legger vekt på deregulering av kapitalmarkedene og harmonisering av regelverket som årsak til den økte konkurransen. Frem til midten av 80-tallet var det vanlig med strenge nasjonale særreguleringer for finansmarkedene. Dette hindret kapitalbevegelser og tjenesteleveranser på tvers av landegrensene. De to siste tiårene har verdipapirhandelen i stor grad blitt internasjonalsert. Spesielt kan EUs investeringstjenestedirektiv (ISD) nevnes. Direktivets formål er å sikre fri bevegelighet av kapital og tjenester over grensene. Dette direktivet har i likhet med flere andre direktiver ført til harmonisering av regelverket i EØS-området, noe som igjen fører til handel over landegrensene og mer homogene børser. Innføringen av felles myntenhet har også bidratt til å eliminere valutarisikoen og valutakostnadene i en rekke europeiske land. Den økte sikkerheten ved å handle i disse områdene har gjort det lettere for investorer å diversifisere investeringene over landegrensene. Dette stimulerer til økt samarbeid og sammenslåing.

5.2.2 Konkurransesituasjonen til Oslo Børs

Tiden da norske aksjer kun ble omsatt på Oslo Børs er et avsluttet kapittel. Oslo Børs har i flere år levd med at store norske foretak har vært notert i flere markeder, med Londonbørsen som det viktigste markedet. De siste årene har Oslo Børs, i likhet med børser verden over, opplevd økt konkurranse. På tross av dette har Oslo Børs opprettholdt en betydelig andel av omsetningen av de aksjene som også har vært notert i utlandet. Nettopp økt konkurranse er et av argumentene Oslo Børs og VPS brukte i sin begrunnelse for å få fusjonere i 2007. I Oslo Børs' Delårsrapport 2. kvartal 2007 står det at styrene i de respektive selskapene mente at en fusjon ville medføre en mer effektiv og koordinert utnyttelse av selskapenes samlede ressurser og kompetanse. Selskapene hevdet at en fusjon ville medføre effektivitetsgevinster som ville bedre børsens konkurransevne ved en mer helhetlig og effektiv utvikling av produkter og tjenester, samt effektive leveranser av tjenester til selskapenes kunder. Ovenfor har vi sett at konkurransevilkårene har endret seg dramatisk i markedet for omsetning av verdipapirer. Mot slutten av 2007 mistet Oslo Børs sitt monopol på aksjehandel. Årsaken til dette var EU-kommisjonens innføring av det nye MiFID –

direktivet. Europakommisjonen annonserte i en pressemelding (Europakommisjonen, 29.10.07) at MiFID-direktivet ville tre i kraft fra november 2007. Direktivets visjon er å utvikle et samlet europeisk verdipapirmarked med felles standarder. Dette gjøres ved å gi børser, MTF-er og investerende bedrifter lov til å operere i hele EU-området dersom de har konsesjon i hjemlandet. Investorer vil i økt grad kunne velge i hvilke markeder de ønsker å kanalisere sin kapital gjennom. I tillegg vil foretak med behov for lånekapital eller egenkapital lettere hente dette utenfor sitt hjemmemarked. Kommisjonen forsøker med dette direktivet å oppmuntre til økt konkurranse mellom ulike finansinstitusjoner og bedre kvaliteten og tilgjengeligheten på finansmarkedenes virksomhet. Et annet EU-direktiv som ble implementert i det norske børsmarkedet i 2007, var Rapporteringsdirektivet (Transparency-direktivet). Dette direktivet harmoniserer kravene til hvilke opplysninger utstedere og innehavere av verdipapirer som er omsatt på et regulert marked, må gi til markedet (Kredittilsynet, 2008).

Oslo Børs har det siste året også merket konkurransen fra MTF-ene som har dukket opp rundt om i verden. I følge Delårsrapporten (4:2008) til Oslo Børs har blant annet BATS-Europe, Chi-X, Turquoise og Nasdaq OMX Europe startet handel i aksjer siden innføringen av MiFID-direktivet. Den samme rapporten opplyser om at omtrent 0,9 % av handelen i OBX-papirer i desember 2008, målt i verdi, ble gjennomført på disse alternative markedsplassene.

Regelverket har også blitt endret på oppgjørssiden av verdipapirmarkedet. Oslo Børs signerte november 2006 avtalen om etablering av en europeisk standard for oppgjør av verdipapirer.¹² Standarden er utarbeidet av interesseorganisasjoner til børser, verdipapirsentraler og clearinghus. Formålet med innføring av en ny europeisk standard er økt effektivitet i markedet for verdipapirer og videre integrasjon av internasjonale kapitalmarkeder. Standarden dekker tre områder: (1) Mer gjennomiktig prisinformasjon – det skal være lett for kunder å sammenligne priser.

¹² European Code of Conduct for Clearing and Settlement

(2) Regler om grensekryssende samarbeid og teknisk oppkobling mellom infrastrukturaktørene – gir større frihet til markedsaktørene. (3) Frikobling av sammenknyttede tjenester og separat regnskapsføring – gir økt konkurranse og flere valgmuligheter til kundene (Federation of European Securities exchanges [FESE], 2008).

2. kvartal 2007 ble Oslo Axess opprettet som en alternativ markeds plass i Norge. Oslo Axess oppfyller behovet med en markeds plass tilpasset for selskaper som ikke fullt ut kvalifiserer for børsnotering. Eksempler på dette kan være krav om spredning av aksjer eller tre års historikk. Den nye markeds plassen fungerer som et regulert noteringstilbud for aksjer i Norge utenom det etablerte børs markedet. Oslo Axess er ikke ment å konkurrere direkte med Oslo Børs, siden dette er to ulike markeds plasser med forskjellig strategisk profil. I tillegg er det kun egenkapitalinstrumenter som noteres og handles på Oslo Axess. Likhetene mellom de to markeds plassene er imidlertid mange: de benytter samme handelssystem, medlems- og handelsregler, løpende forpliktelser for utstederne, selskapsmeldingssystem og samme overvåkningssystem (Oslo Axess, 2009).

5.2.3 Fremtidsutsikter

Oslo Børs gjør stadig endringer for å tilpasse seg de nye vilkårene i markedet for omsetning av verdipapirer. Børsen kunngjorde i Delårsrapporten (4:2008) at de ønsket å avslutte avtalen med OMX som leverandør av handelssystem, og at et samarbeid med LSE var under planlegging. I mars 2009 kom pressemeldingen om at Oslo Børs og LSE Group har inngått en strategisk samarbeidsavtale. Denne avgjørelsen innebærer at de avslutter avtalen med OMX om en felles handelsplattform. Den nye avtalen omfatter alle de norske verdipapir markedene. I markedet for aksjer og rentepapirer vil det nåværende handelssystemet Saxess bli erstattet med det nye systemet TradElect, mens derivat markedet vil ta det nye systemet SOLA i bruk. Den strategiske avtalens målsetning er å øke markedseffektiviteten og øke likviditeten for kundene. Samarbeidet inkluderer også

markedsobservåking. Partene åpner for muligheten til at samarbeidet utvides til å også omfatte regulering, reguleringsprosesser og deling av markedsinformasjon til reguleringsformål (Oslo Børs VPS, 2009).

I den samme delårsrapporten skriver Oslo Børs at de har besluttet å innføre en sentral motpart (CCP) i aksjemarkedet. En sentral motpart er en aktør som trer inn som en sentral avtalemotpart i en verdipapirhandel. Motparten forestår oppgjøret av verdipapirer og penger mellom de to opprinnelige partene. Motpartsclearing har blitt innført i flere land de siste årene, og alle de andre nordiske landene har besluttet å innføre CCP i løpet av 2009. I motsetning til flesteparten av aksjebørsene i Europa er det kun derivathandelen i Norge som er tilknyttet sentral motpart. Ifølge Serifsoy og Weiss (2007) kan innføring av CCP gi skalafordeler. Dette skyldes at ved å samle risikoen kan brukerne av CCP spare ressurser på administrasjon og kontroll av motpartsrisiko. Oslo Børs VPS begrunner sin beslutning om å innføre CCP for aksjer og rentepapir handlet på Oslo Børs med at de ønsker å styrke sin konkurranseposisjon.

Det er grunn til å tro at Oslo Børs vil møte enda hardere konkurranse de neste årene. Nasdaq OMX offentliggjorde i mars 2009 at de ville sette i gang handel med norske aksjer. I første omgang tilbød OMX sine kunder handel med de 25 mest omsatte norske aksjene. Dette medfører at OMX går fra å være Børsens viktigste samarbeidspartner til å bli dens argeste konkurrent. Etter hvert vil de også starte opp handel med resten av selskapene som er notert på Oslo Børs. Dette vil trolig bli en stor utfordring for Oslo Børs, siden handel er børsens viktigste inntektskilde. Direktør for det nordiske markedet på Nasdaq OMX, Hans-Ole Jochumsen, sier at de har ambisjoner om å kapre fem prosent av handelen i Oslo. Dette skal de først og fremst gjøre ved å konkurrere på pris. Jochumsen hevder at OMX allerede er billigere enn Oslo Børs, og flere prisreduksjoner er under planlegging (Dagens Næringsliv [DN], 02.03.09). Samme dag som Jochumsen kom med dette utspillet, annonserte Oslo Børs i en pressemelding at de ønsket å senke avgiftene for handel i aksjer notert på Oslo Børs og Oslo Axess i løpet av mars 2009 (Oslo Børs VPS, 02.03.09). Dette var bare

seks måneder etter forrige prisreduksjon. Hensikten med prisreduksjonene er at børsen ønsker å ha en avgifts- og prisstruktur som er konkurransedyktig, og som fremmer bruk av konsernets tjenester. Det var allerede varslet i Delårsrapporten (4:2008) at Oslo Børs ville vurdere reduserte avgifter og priser i 2009. Allikevel er det påfallende at Oslo Børs kommer med et konkret løfte om å senke priser og avgifter samme dag som OMX Nasdaq offentliggjør at de ønsker å stjele markedsandeler fra Oslo Børs. Jeg tolker Oslo Børs' siste løfte om prisreduksjon som et svar på krigserklæringen til Nasdaq OMX. Prisreduksjonene og planene om å implementere nytt handelssystem tolkes som et signal til Nasdaq OMX om at de fremdeles ikke ønsker å ta del i alliansen, men at de kommer til å kjempe for å beholde sin selvstendige posisjon i det norske børsmarkedet.

De teknologiske endringene i verdipapirmarkedet de siste årene reiser mange interessante spørsmål. Utviklingen i markedet for omsetning av verdipapirer viser at det blir vanskeligere for Oslo Børs å fortsette å være en selvstendig børs. Ifølge årsrapporten til Oslo Børs fra 2007 har ledelsen innført ulike tiltak for at børsen skal klare å stå imot den sterke utenlandske konkurransen. Målet er at effektiviseringer og kostnadsreduksjoner skal gjøre Oslo Børs mer konkurransedyktig. Konkrete eksempler er beslutningen om å redusere medlemsavgifter, priser på handel og priser på innrapportering av handel med virkning fra juli 2007, september 2008 og mars 2009. I tillegg til å øke sin konkurranseevne ønsket børsen å forbedre likviditeten i markedet, samt stimulere til økt aktivitet. Privatiseringen og fusjonen mellom Oslo Børs og VPS var et annet forsøk på å effektivisere driften.

5.3 Homogenitet

Det er ingen tvil om at konkurransen har økt i markedet for omsetning av verdipapirer. Når det gjelder heterogenitet, er konklusjonen mindre klar. Modellen impliserer at dersom medlemmene har blitt mer homogene, bør børsen organiseres som et kooperativ. Dersom medlemmene har blitt mer heterogene, bør børsen organiseres med eksternt eierskap, for eksempel i form av et aksjeselskap. Pirrong

(2000) hevder at det er blitt økt homogenitet blant børsmedlemmene de siste årene. Forfatteren påpeker at det er en klar sammenheng mellom handelsteknologi og børsens eierskapsform. Begrepene er koblet sammen på minst to måter: For det første reduserer elektronisk handel handelsheterogenitet. Årsaken til dette er at fysisk fjerning av børs gulvet medfører fjerning av flere mellomledd i handelen. Dette inkluderer "lokale" meglere som handler på vegne av seg selv, meglerne "på gulvet" som utfører handelsordre, og store meglerbedrifter som videreformidler ordre fra kunder. Innføring av datamaskiner i børs handelen fører dermed til fjerning av mellomledd, som igjen reduserer medlemmenes heterogenitet. For det andre vil elektronisk handel redusere behovet for medlemseierskap. Når en børsmeidler først har lært seg det elektroniske systemet, vil ikke dette være produktspesifikt og kan utnyttes i flere markeder. Megleren kan lett veksle mellom handel på andre børser som også har innført elektronisk handel. Dette påvirker maktforholdet mellom børsen og de som handler på børs, og vil igjen redusere behovet for at konsumentene også er eiere av børsen.

Litteraturen er ikke entydig når det kommer til spørsmålet om medlemmenes heterogenitet. Steil (2002) hevder at den viktigste årsaken til at færre børser er organisert som kooperativer, er at børsmedlemmene har blitt mer heterogene. Forfatteren hevder at når store banker har internasjonalisert driften, har de blitt viktige aktører i flere markeder. Flere store banker tilbyr såkalt *in-house trading*: handel der bankene selv koordinerer ordrene fra selgere og kjøpere uten å gå veien om børsen. Det har også blitt mer vanlig med alternative handelssystemer (ATS), som spesialiserer seg på behovene til en gitt investor. Dette fører til at interessene til tilbydere av *in-house trading* og ATS i stor grad avviker fra interessene til lokale børsmeidlere.

Dersom vi støtter Steils (2002) hypotese om at børsene er blitt mindre homogene, vil dette tilsi at børsen bør ha eksternt eierskap. Kombinert med argumentet om økt konkurranse blir konklusjonen entydig. Dersom vi konkluderer med at Pirrongs (2000) argumenter er mer overbevisende, og at medlemmene har blitt mer homogene

de siste årene, predikerer modellen at Oslo Børs bør organiseres som et kooperativ. Dette kommer i konflikt med at en børs som møter sterkere konkurranse, bør organiseres som et aksjeselskap. Vi har tidligere sett at mange børser har gått fra å ha en kooperativ eierstruktur til å få eksternt eierskap. Det er derfor fristende å si seg enig med Steil, og trekke konklusjonen om at økt heterogenitet er den viktigste årsaken til at så mange børser har gått fra kooperativ eierstruktur til å bli et aksjeselskap. Men vi har sett tidligere at dette ikke trenger å være tilfelle. Populariteten til aksjeselskap som eierskapsform kan også skyldes den endrede konkurransesituasjonen i markedet for omsetning av verdipapirer. For å finne ut om Pirrongs eller Steils teori passer best for norske forhold, ser jeg i neste avsnitt nærmere på medlemmene på Oslo Børs.

5.3.1 Medlemmene på Oslo Børs

Vi har sett at litteraturen er tvetydig når det gjelder å avgjøre om børsmedlemmene har blitt mer eller mindre heterogene de siste årene. Det relevante spørsmålet i denne sammenhengen vil dermed være å drøfte hvorvidt medlemmene på Oslo Børs har blitt mer eller mindre homogene. Børsmedlemmene kan være ulike på flere måter. De kan tilby forskjellige tjenester, ha ulik størrelse og nasjonalitet eller ulik grad av spesialisering og teknologiske hjelpemidler. Vi har sett tidligere at medlemmene på Oslo Børs har økt betraktelig siden 2004. Antallet lokale medlemmer har blitt redusert noe, slik at økningen består utelukkende av fjernmedlemmer. Majoriteten av medlemmene tilbyr kun aksjehandel til sine kunder, mens noen medlemmer også tilbyr renter og derivater. Et fåtall medlemmer tilbyr enten kun renter eller renter og derivater (Oslo Børs, 2009e). Dersom Steils argumentasjon skal være gyldig for Oslo Børs, må vi finne bevis for at en økende andel av handelen er utenombørs-handler. Dette skal vi se ikke er tilfelle. Oslo Børs skriver i sin Årsrapport fra 2007 (s.53):

”I de papirer som er notert på Oslo Børs foretas det vesentligste av handelen på selve børsen. Ca 98 % av alle transaksjoner matches i børsens handelssystem. Tilsvarende gjelder for over 75 % av verdien av de omsatte verdipapirene. Dette

viser at likviditeten er på børsen, og at børsens systemer benyttes aktivt og ikke kun som et rapporteringsverktøy etter at handler er gjennomført.”

Oslo Børs viser til de endrede rammebetingelsene som trådte i kraft i 2007 i form av ny lov om verdipapirhandel og lov om regulerte markeder. Det nye lovverket inkluderer EUs verdipapirmarkedsdirektiv (MiFID), rapporteringsdirektiv (transparensdirektivet) og direktiv om selskapsovertagelse. Oslo Børs skriver videre:

”Oslo Børs har registrert en merkbar nedgang i antall innrapporterte utenombørs handler fra utenlandske medlemmer etter at direktivet trådte i kraft 1. november 2007.”

Dersom vi legger disse opplysningene fra Årsrapporten (2007) til grunn, blir vi nødt til å forkaste Steils (2002) hypotese. Steils argumentasjon ser ikke ut til å være gjeldende for Oslo Børs. Jeg finner Pirrongs (2000) argumentasjon om at innføringen av elektronisk handel medfører redusert handelsheterogenitet, mer overbevisende. Det har vært en tydelig omstrukturering av børsen de siste årene, og flere handelsledd har mistet sin funksjon. Jeg velger derfor å konkludere med at medlemmene på Oslo Børs er blitt mer homogene. Jeg gjør oppmerksom på at denne konklusjonen ikke fremkommer på bakgrunn av en grundig analyse, men fordi Pirrongs argumentasjon ser ut til å passe bedre for norske forhold.

6. Videre diskusjon

Dersom man konkluderer med at børsmedlemmene har blitt mer homogene, gir modellen følgende implikasjoner for Oslo Børs: Den økte konkurransen børsen står overfor, er et argument for eksternt eierskap, mens økt homogenitet drar i retning av å organisere børsen som et kooperativ. Denne tvetydige konklusjonen gir behov for å endre fokus bort fra den stiliserte modellen i et forsøk på å komme nærmere en løsning på hvordan Oslo Børs bør organiseres for å maksimere det samfunnsøkonomiske overskuddet. I dette kapittelet vil offentlig eierskap inkluderes som en mulig eierskapsform. I tillegg skal vi se nærmere på om nasjonaliteten til eierne av børsen har noen betydning for optimal drift.

6.1 Offentlig eierskap og offentlig regulering

Hart og Moore (1996) analyserer medlemskooperativ og eksternt eierskap som mulige eierskapsformer. Dette er imidlertid ikke de eneste alternativene. Mange mener at børsen er en samfunnsinstitusjon som bør være offentlig eid, eller i det minste offentlig regulert.

Vi analyserer først offentlig eierskap i lys av modellen til Hart og Moore (1996):

Vi har sett at det totale overskuddet (TO) i markedet defineres som det totale produsentoverskudd (TPO) pluss det totale konsumentoverskudd (TKO):

$$TO(p) \equiv TPO(p) + TKO(p)$$

hvor $p = p^*$ maksimerer $TPO(p) + TKO(p)$

Det kan ofte være gunstig for det offentlige å tre inn som eier dersom markedet er karakterisert av naturlig monopol, slik vi har sett er tilfelle for markedet for omsetning av verdipapirer. Den offentlige samfunnsplanleggeren handler på vegne av interessene til samfunnet som en helhet. Dette medfører at han ikke bryr seg om

kortsiktig profitt, men om å fremskaffe det effektive kvantumet. En samfunnsøkonomisk effektiv løsning kan fremkomme dersom det offentlige pålegger børsen å velge pris lik p^* . Prisen som settes av myndighetene vil være lik marginalkostnaden ved å produsere børstjenester, og vil typisk være lavere enn prisen ved eksternt eierskap og medlemskooperativ. Det offentlige vil i dette tilfellet fungere som en regulator - en institusjon som bestemmer rammevilkårene. Dette står i kontrast til å overlate alt til en profittmaksimerende privat sektor.

Men offentlig eierskap har ikke bare positive konsekvenser. Det er stor fare for at driften blir mindre effektiv dersom det offentlige tar over. Dette skyldes ulike former for styringssvikt: Når profittmotivet forsvinner, vil insentiver til å drive kostnadseffektivt reduseres, slik at ineffektivitet reintroduseres. Offentlig inkompetanse, korrupsjon, eller at byråkrater/politikere lar seg styre av egeninteresse, er andre eksempler på hva som kan gi ineffektivitet ved offentlig eierskap. Det er dermed ikke sikkert at offentlig eierskap vil føre til en mer effektiv tilpasning.

6.2 En alternativ modell

Den stiliserte modellen til Hart og Moore (1996) kritiseres av Pirrong (2000) i hans artikkel om eierskap i børsmarkedet. Pirrong hevder at en modell som kun fokuserer på regler om hvordan medlemmene stemmer, ikke kan forklare avgjørende egenskaper ved børsstrukturen. Han etterlyser eierskapsstruktur som gir rom for effektive forhandlinger mellom medlemmene, såkalt Coase-forhandling mellom heterogene medlemmer. I modellen til Hart og Moore antas det at organisasjonsformen og fastsettelsen av pris bestemmes av medianvelgeren. Pirrong avviser dette som lite sannsynlig. Dette er fordi lavkostnadsbedrifter kan danne sin egen børs dersom høykostnadsbedrifter prøver å trekke ut for mye inntekt. Ifølge artikkelen til Pirrong, bør også muligheten for samarbeid mellom børsene påvirke valg av organisasjonsform.

Pirrong (2000) skiller i sin artikkel mellom kooperativ som er profittmaksimerende (FP) og kooperativ som ikke er det (NP). Den avgjørende forskjellen mellom disse to typene eierskap er at et FP-kooperativ har lov til å foreta overføringer til sine medlemmer, mens et NP-kooperativ ikke kan dele overskuddet med medlemmene. Med notasjonen til Hart og Moore (1996) vil dermed et FP-kooperativ kunne sammenlignes med eksternt eierskap, mens et NP-kooperativ er et medlemskooperativ som maksimerer nytte, ikke profitt. En viktig forskjell er at Hart og Moore tillater medlemmene i kooperativet å dele overskuddet. Pirrong viser i sin artikkel at markedsrett og heterogenitet er avgjørende for om kooperativet organiseres som et NP- eller FP-kooperativ. Dette er de samme faktorene som var avgjørende i modellen som ble gjennomgått i kapittel 4. Analysen til Pirrong bygger på to antagelser: (1) Børsmedlemmene er profittmaksimerende. (2) Børsene har noe markedsrett, det vil si at de står overfor en fallende etterspørselskurve. Hvordan børsmedlemmene utnytter denne markedsretten, avhenger av om børsen er organisert som et FP-selskap eller ikke. Dersom børsen maksimerer profitten, vil prisen på børsstjenester settes høyere enn marginalkostnaden, og børsen vil deretter dele det resulterende overskuddet blant medlemmene. En børs som ikke maksimerer profitten, vil sette pris lik marginalkostnad, og vil isteden danne regler for å utnytte markedsrett. Eksempler på slike regler er begrensning av medlemsantall eller innføring av kartellvirksomhet. Reglene har til hensikt å redusere konkurransen.

Pirrongs (2000) modell viser at børser med heterogene medlemmer vil velge NP-eierstruktur, mens børser med homogene medlemmer vil velge FP-eierstruktur. Det er det relative antallet ulike medlemmer, graden av konkurranse og skalautbytte som bestemmer hvor heterogene børsmedlemmene må være for at det skal dannes en NP-børs. Resultatene som fremkommer i Pirrong er forskjellige fra konklusjonene til Hart og Moore (1996). Vi har sett at modellen til Hart og Moore konkluderer med at dersom medlemmene er heterogene, bør børsen organiseres med eksternt eierskap, det vil si som et profittmaksimerende selskap. Dette strider mot Pirrongs konklusjon om at børser med heterogene medlemmer vil organiseres som kooperativer som maksimerer medlemmenes nytte.

Pirrong (2000) hevder at resultatene han finner, har støtte i empirien.

Artikkelforfatteren påpeker at børser tradisjonelt har vært NP-organisasjoner, i tillegg til at mange har vært børskarteller. Vi har tidligere sett at Pirrong støtter teorien om at børsene har blitt mer homogene de siste årene. Årsaken mener han er innføringen av elektronisk handel. Han påpeker at børser som har gått over til å bli FP-organisasjoner, er de samme børsene som har innført elektronisk handel. Pirrong drar dermed slutningen om at børser med homogene medlemmer vil organiseres som profittmaksimerende foretak. Teorien stemmer dermed overens med empiriske funn.

6.3 Er det optimalt for Norge å ha en "nasjonal" børs?

Vi har sett tidligere at antall børser i Norge har blitt redusert fra 12 til kun én børs fra begynnelsen av 1800-tallet og frem til år 2000. Det vil ikke være utenkelig å forestille seg at dersom utviklingen fortsetter, vil også Oslo Børs forsvinne på sikt, i form av enten oppkjøp av utenlandske aktører eller sammenslåing med nordiske nabobørser. De andre nordiske børsene har i mange år forsøkt å få med seg Oslo Børs på en felles nordisk børs. Oslo Børs har gang på gang avvist forslaget og vært bestemt på å bevare børsens eierforhold slik det er i dag (DN, 02.03.09). For utviklingen videre er det i hovedsak tre alternativer: En børs i Norge eid helt eller delvis av nordmenn, en børs i Norge eid av utenlandske aktører, eller, ingen børs i Norge. Det første alternativet beskriver dagens situasjon: aksjonærene på Oslo Børs er en blanding av nasjonale og internasjonale aktører. Ifølge Must (2006) eier større norske aksjonærer ca 53 % av Oslo Børs. I dette delkapittelet skal jeg uformelt drøfte om det er optimalt at Norge beholder Oslo Børs, eller om det er mulig å organisere børsmarkedet på en mer effektiv måte. Et av argumentene for en fusjon mellom Oslo Børs og VPS var at den endrede konkurransesituasjonen for børser og oppgjørssentraler stilte høyere krav til effektivisering. Men dersom Oslo Børs ikke klarer å være konkurransedyktig, fortjener den da livets rett? Med andre ord, hvor viktig er det å ha en "norsk" børs?

6.3.1 Ingen børser i Norge

Dersom Oslo Børs blir kjøpt opp av en utenlandsk børs, vil det være en mulighet for at markedsplassen i Norge blir lagt ned. Dette kan være uheldig. Flere argumenterer med at Norge trenger å ha en børs lokalisert i Norge slik at norske bedrifter og investorer ikke er nødt til å bruke børs tjenester i utlandet. Must (2006) er en av de som mener at det vil være et tap dersom Oslo Børs overtas av en utenlandsk aktør som flytter børsen ut av landet. Must argumenterer med at mange bedrifter vil slite med å få den oppmerksomheten de trenger for å skaffe seg kapital til attraktive betingelser. Han hevder at mindre oppmerksomhet fra analytikere, investorer og aksjemeglere gir lavere aksjekurser og dermed dyrere kapital for bedrifter ved emisjoner. Must påpeker også at dersom børsen flytter ut, vil trolig andre ledd i verdipapirkjeden gjøre det samme, og Norge mister verdifull kompetanse. På lang sikt vil dette kunne medføre at den norske finansnæringen svekkes. Å flytte hele eller deler av børsvirksomheten ut av Norge vil også kunne medføre direkte kostnader. Grønvik (2006) gjør oppmerksom på at dersom for eksempel opptak av papir til notering blir sentralisert til utlandet, vil noteringsprosessen kunne bli dyrere for norske foretak. Dette skyldes ekstra reisekostnader, språkkrav og lignende. Dersom notering blir dyrere, vil færre foretak noteres, noe som igjen fører til effektiv kapitalbruk.

Det er ikke bare Must (2006) og Grønvik (2006) som ser verdien av å ha en børs lokalisert i Norge. I NOU 1999:3 kapittel 4 og 5 står det at det er viktig å beholde et velfungerende norsk verdipapirmarked. Det legges særlig vekt på hvor viktig det er for de mindre bedriftene å ha språklig, kulturell og geografisk nærhet til markedsplassen. Årsaken til dette er at oversiktligheten øker, og at investorene og foretakene får et rammeverk de er kjent med. På tross av internasjonaliseringen av kapitalmarkedene ventes det at kapital fra norske investorer til en viss grad også i fremtiden plasseres i norske virksomheter fremfor utenlandske. Årsaken til dette er at norske finansanalytikere, investorer og verdiforetak har bedre kunnskap om egne

forhold. Det nasjonale markedet kan dermed tilby mer troverdige analyser og bedre informasjon.

6.3.2 Børs i Norge eid av utlendinger

Vi har sett at det er mange argumenter mot at børsen skal flyttes ut av landet. Men et oppkjøp av utenlandske aktører trenger ikke nødvendigvis medføre at markedsplassen i Oslo vil nedlegges, og virksomheten flyttes ut av landet. Grønvik (2006) hevder tvert imot at ved flere internasjonale oppkjøp har den lokale markedsplassen blitt værende i hjemlandet som et eget selskap eid av et holdingselskap. Det har vært mange forsøk på fusjoner og oppkjøp også blant de største børsene: Deutsche Börse har tidligere forsøkt både å fusjonere og kjøpe opp LSE i henholdsvis år 2000 og 2005. Andre som uten hell har forsøkt å fusjonere med LSE, er Euronext, det australske investeringsforetaket Macquarie og amerikanske Nasdaq (Grote, 2007). Foreløpig er det kun fusjonen mellom Euronext og NYSE i 2007 som er gjennomført (NYSE, 2009b). Det interessante er ifølge Grote (2007) at i det formelle forslaget fra både Deutsche Börse og Euronext legges det vekt på den geografiske plasseringen til ledelsen i det nye fusjonerte selskapet. I begge forslagene ønsker de å lokalisere en vesentlig del av styrets funksjoner til London. Tilsvarende skriver Macquarie i sitt forslag at LSE fortsatt vil styres fra og ha sitt hovedkvarter i London. På tross av at handel er blitt elektronisk og fjernmedlemskap er blitt vanlig, er det fremdeles viktig med direkte kommunikasjon. I et finansmiljø overføres informasjon på mange uformelle måter, for eksempel småpratning i korridorene og deling av tanker vedrørende fremtidige utsikter. Også Grønvik (2006) argumenter for at det er sannsynlig at markedsplassen blir værende i hjemlandet. Grønvik er representant for Norges Bank, selv om hans synspunkt i artikkelen ikke nødvendigvis samsvarer med sentralbankens. Han påpeker at det er lite sannsynlig at for eksempel Nasdaq OMX som ny eier av Oslo Børs vil insistere på å flytte markedsplassen utenlands. Han argumenterer med at dette vil medføre økte kostnader for notering av norske papirer. I et marked med økt aktivitet og økt konkurranse er det lite trolig at tiltak som øker noteringskostnaden vil iverksettes. Dette har en viktig implikasjon:

Det er lite sannsynlig at et internasjonalt oppkjøp av Oslo Børs vil føre til at markedsplassen nedlegges og flyttes utenlands. Dette underbygges av erfaringer fra andre europeiske oppkjøp, der den lokale virksomheten opprettholdes, men børsen eies av et holdingselskap.

I kapittel 2 har vi sett at markedsovervåking er en av børsens viktigste oppgaver. I Norge deles denne oppgaven mellom Oslo Børs og Kredittilsynet.

Markedsovervåking inkluderer blant annet kontroll over misbruk av innsideopplysninger, forbud mot urimelige forretningsmetoder og forbud mot kursmanipulering. Dersom det er mistanke om lovbrudd, utfører Oslo Børs en foreløpig undersøkelse, hvor de blant annet innhenter bevis. Dersom dette ikke fører frem til at mistanken avkrefte, blir saken overført til Kredittilsynet. Kredittilsynet vil da gå videre med saken og eventuell anmelde forholdet. Tilsynet kan også starte etterforskning på eget initiativ (Oslo Børs og Kredittilsynet, 2001). Dersom Oslo Børs får utenlandske eiere og/eller markedsplassfunksjoner flyttes utenlands, vil man være nødt til å justere tilsynsansvaret. Grønvik (2006) påpeker at dersom et eierskifte av Oslo Børs medfører at det blir vanskelig å føre et tilfredsstillende tilsyn, vil dette være et argument mot eierskifte. Dette argumentet bør derimot ikke tillegges særlig vekt. Årsaken er at ifølge EØS-avtalen kan ikke norske myndigheters ønske om å selv ha tilsyn med institusjoner som driver virksomhet i Norge, fungere som argument for å hindre et eierskifte av verdipapirvirksomhet. På den andre siden er det er flere årsaker til at det er naturlig å stille spørsmål ved om vi trenger en børs som er eid av nordmenn. Vi har jo allerede sett at børsmarkedet er i ferd med å bli svært internasjonalt: Oslo Børs må rette seg etter et felles nordisk regelverk, og de har også valgt å være med på en felles nordisk handelsplattform. OMX Nasdaq er den sjette største eieren av Oslo Børs, mens børsen i de andre nordiske landene allerede blir styrt av selskapet. I tillegg har utenlandske investorer lenge stått for eierskap på rundt 40 % av de totale verdiene på Oslo Børs (Oslo Børs, 01.10.08). Andelen ble noe redusert mot slutten av 2008, men ventes å ta seg opp igjen når det blir mer stabilitet i økonomien. Enda mer påfallende er det at utlendingene vanligvis står for nærmere 80 % av omsetningen på Oslo Børs (NA24, 03.11.08). Utviklingen i markedet har skapt

stordrift, og kampen om å bli størst har allerede vært i gang en god stund. Alle disse faktaopplysningene taler for at Oslo Børs bør gi etter for presset og la seg selge til en utenlandsk aktør.

6.3.3 Børs i Norge eid av nordmenn

Mye kan tyde på at lokaliseringen av børsen er viktigere enn hvem som står oppført som eiere. Vi har sett de siste årene at selv med overvekt av norske eiere har Oslo Børs blitt internasjonalisert, og Norge har dratt nytte av mange effektivitetsgevinster. Selv om Oslo Børs ønsker å være selvstendig, begrenser EØS-avtalen i hvor stor grad børsen kan frikobles. Årsaken til dette er at selv om EØS-konkurransereglene gjelder parallelt med den norske konkurranseloven, må det norske lovverket vike dersom det strider mot EØS-reglene (Konkurransetilsynet, 2008). Siden EØS-avtalen krever et felles indre marked for børstjenester, begrenser lovgivningen hvor selvstendig Oslo Børs kan være, selv om alle aksjonærene er norske. Jeg tror ikke det viktige i dette spørsmålet er hvorvidt aksjonærene av Oslo Børs er norske eller internasjonale. Det avgjørende for å bevare norske interesser er en markedsplass lokalisert i Norge. Om det er samfunnsøkonomisk lønnsomt eller ikke å legge ned Oslo Børs, blir en avveining av potensielle effektivitetsgevinster ved sentralisering og den reduserte nytten til norske aktører som mister sin lokale markedsplass. Det kan også oppstå dynamisk ineffektivitet ved at det på lang sikt blir for få aktører i markedet. Dersom det kun blir noen få gigantiske selskaper igjen som tilbyr omsetning av verdipapirer, vil faren for kollusjon og stilltiende samarbeid øke. Dette fører igjen til redusert konkurranse og lavere samfunnsøkonomisk overskudd.

Så er det optimalt for Norge å ha en nasjonal børs? Jeg tror det avgjørende i dette spørsmålet er om børsen fortsatt vil være lokalisert i Oslo. Dersom Nasdaq OMX ønsker å kjøpe opp Oslo Børs, er det naturlig å tro at mange av effektivitetsgevinstene allerede er utnyttet gjennom felles handelsplattform og regler for handel og overvåking. For å oppnå ytterligere effektivitetsgevinster må deler eller hele virksomheten sentraliseres. Dersom dette gjennomføres, tror jeg de negative

konsekvensene ved å flytte markedsplassen fort blir større enn de potensielle effektivitetsgevinstene.

7. Horisontale og vertikale fusjoner

Frem til nå har jeg antatt at fusjoner og oppkjøp medfører effektivitetsgevinster. I dette kapitlet skal jeg undersøke denne antagelsen nærmere. Foretak som ønsker å inngå en fusjon, vil pårope seg så store effektivitetsgevinster som mulig. Årsaken til dette er at det øker sannsynligheten for at konkurransemyndighetene vil godta fusjonen. Det er midlertidig ofte vanskelig å kontrollere i ettertid om effektivitetsgevinstene er blitt realisert. Weme og Axelsen (2001) påpeker at også andre aktører kan dra nytte av slike sammenslåinger. Utstederne av verdipapir kan ha interesse av fusjoner av to årsaker: For det første medfører en sammenslåing utvidet eksponering overfor nye investorer. Den andre årsaken er at sentralisering antas å føre til effektivitetsgevinster ved at kostnadene reduseres i forhold til å være notert på flere nasjonale børser. Også store investorer har interesse av integrerte markeder og effektive markedsplasser. Sterkt debattert er hvorvidt horisontale og vertikale fusjoner¹³ er et virkemiddel for å oppnå effektive kapitalmarkeder. I dette kapitlet skal vi se nærmere på en empirisk studie av Hasan og Malkamäki (2001) som kan være med på å kaste lys over denne problemstillingen. Forfatterne hevder ikke bare at oppkjøp og fusjoner gir økt skalautbytte, men også at dette er positivt i forhold til børsenes størrelse.

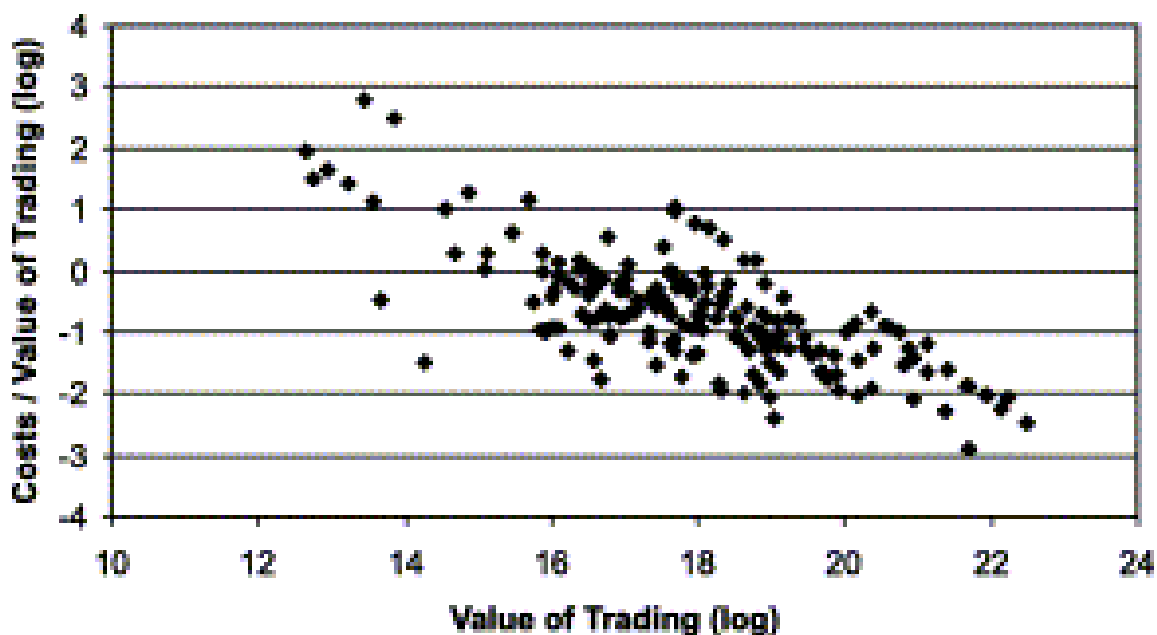
7.1 Horisontale fusjoner

Hasan og Malkamäki (2001) forsøker i sin studie å finne ut om ekspansjoner av børser er kostnadseffektive. Forfatterne bruker data fra 38 børser i 32 land i perioden 1989-1998, og går ut fra at børser er operative foretak. De ønsker å finne ut om skalautbytte og samdriftsfordeler avhenger av børsens størrelse og i hvilken region børsen er lokalisert. Jeg har tidligere diskutert at børsen har flere funksjoner utover å

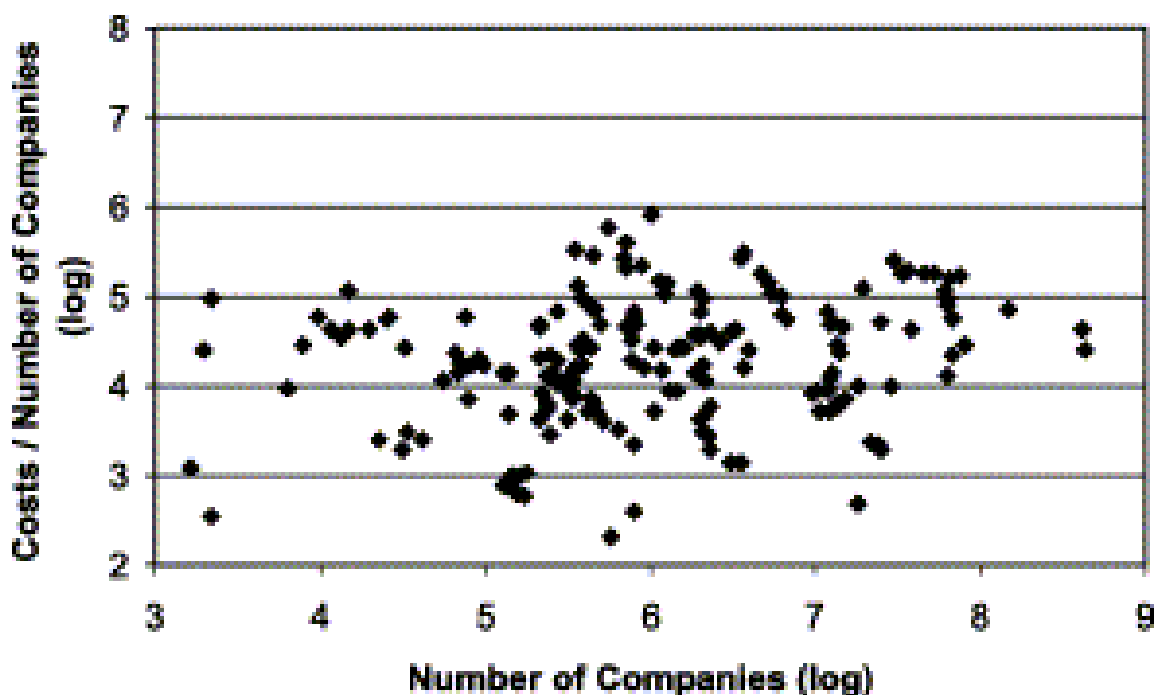
¹³ Horisontal fusjon er en sammenslåing av foretak på samme nivå i næringskjeden. Vertikal fusjon er sammenslåing av foretak på ulike nivå i næringskjeden.

være en markedsplass for omsetning av kapital. Studien til Hasan og Malkamäki antar at børsen omsetter to produkter: Gjennomføring av handler og notering av foretak. Gjennomføring av handler representeres med antall aksjetransaksjoner og verdien av disse. Notering av foretak tallfestes ved antall noterte selskap på en børs, og deres markedsverdi. Skalautbytte eksisterer dersom det er dyrere å produsere et av disse produktene alene, enn det er å produsere dem sammen.

Studien avslører at NYSE har størst omsetning og dermed er den største markedsplassen. På tross av dette er NASDAQ børsen med flest noterte selskaper, nesten dobbelt så mange som NYSE. Flest transaksjoner har imidlertid børsen i Taiwan. Figur 3 viser sammenhengen mellom handelsverdi og kostnader / handelsverdi. Figuren indikerer at det er en ganske klar sammenheng mellom størrelsen på markedsplassen og hvor kostnadseffektiv børsen er. Dersom det er en børs med høy omsetning er det stor sannsynlighet for at denne børsen er relativt kostnadseffektiv. Figur 4 viser sammenhengen mellom antall noterte selskaper og kostnader / antall noterte selskaper. Denne figuren viser ingen klar sammenheng. Konklusjonen blir dermed at skalautbytte avhenger av børsens omsetning, og ikke av hvor mange selskaper som er notert.



Figur 3: Relative kostnader og handelsverdi, Kilde: Hasan og Malkamaki (2001, figur 1)



Figur 4: Relative kostnader og antall noterte selskaper, Kilde: Hasan og Malkamaki (2001)

Vi har sett at studien avslører vesentlige skalafordeler. Disse skalafordelene er i stor grad avhengig av hvor børsen er lokalisert. De børsene som drar mest nytte av fusjoner og kostnadsbesparelser, er børser som er lokalisert i regioner med harmonisert regelverk, og som bruker relativt mye ressurser på humankapital og handelssystemer. Eksempler på slike børser er amerikanske og europeiske børser. Analysen viser at dersom man dobler produksjonen av begge produktene på en amerikansk børs, vil dette øke kostnadene med bare 49 %. For europeiske børser vil kostnadene øke med 90 % dersom man dobler produksjonen. Børser som er ukoordinerte og har et dårlig harmonisert regelverk, kan få økte kostnader per enhet dersom de øker produksjonen. Disse børsene finner man typisk i Asia og i områdene rundt Stillehavet. Analysen viser at dersom man dobler produksjonen av begge produktene, vil kostnadene øke med 141 %, altså avtagende skalautbytte. Dette skyldes først og fremst problemer med å kontrollere kostnader når selskaper notert på børsen øker. Den samme analysen påviser nemlig skalafordeler ved økte

transaksjoner også for asiatiske børser og børsene rundt Stillehavet. Disse skalafordelene er imidlertid mindre enn ved både europeiske og amerikanske børser.

Resultatene avhenger ikke bare av børsens lokalisering. Studien viser i tillegg at skalautbytte og samdriftsfordeler er positivt korrelert med størrelsen på børsene. Analysen estimerer kostnadselastisiteten til de ti største og ti minste børsene i utvalget basert på de noterte selskapenes markedsverdi. For de ti største børsene øker kostnadene med 45 % dersom produksjonen av begge produktene dobles. For de ti minste børsene øker kostnadene med 95 % dersom produksjonen dobles. 60 % av de økte kostnadene skyldes økte noteringer, mens 35 % skyldes økt antall transaksjoner. Vi ser at selv om det er nær konstant skalautbytte ved de to produktene sammenlagt, er det skalafordeler dersom man øker antall transaksjoner. Store børser er altså relativt mer kostnadseffektive enn små børser. Dette er et argument for å tillate fusjoner og allianser også mellom de store børsene.

7.2 Vertikale fusjoner

I motsetning til horisontale fusjoner er ikke effektivitetsgevinstene ved vertikale fusjoner dokumentert på tilsvarende måte. Når partene søker om tillatelse fra konkurransemyndighetene til å fusjonere, påroper de seg ofte effektivitetsgevinster uten at disse blir bevist i ettertid. Det er derfor ikke enighet om hvorvidt vertikale fusjoner medfører vesentlige effektivitetsgevinster. Must (2006) gir uttrykk for at disse effektivitetsgevinstene er svært beskjedne, hvis de i det hele tatt eksisterer. Serifsoy og Weiss (2007) har et annet syn på effektivitetsgevinster ved vertikale fusjoner. De hevder at ved å samle flere funksjoner i en institusjon forbedres effektiviteten i forhold til å separere verdipapirkjeden i flere ulike enheter. Det er i hovedsak tre årsaker til at dette er tilfelle: (1) Reduserte kommunikasjonskostnader ved de ulike aktivitetene. (2) Det er ikke nødvendig å koordinere flere tilbydere av verdipapirkjeden når man implementerer forbedringer ved transaksjonsprosessen. (3) Siden dataoverføringsprosessen er optimalisert i en institusjon, vil det sjeldnere forekomme feil.

Selv om det er uenighet om styrken på effektivitetsgevinster ved vertikale fusjoner, er det bred enighet om at de eksisterer, men at disse er små i forhold til effektivitetsgevinster ved horisontale fusjoner. I resten av oppgaven vil jeg derfor fortsette å anta at både horisontale og vertikale fusjoner medfører effektivitetsgevinster.

7.3 Det europeiske systemet

I motsetning til det amerikanske systemet for verdipapirer er det europeiske systemet relativt fragmentert. Weme og Axelsen (2001) skriver at markedsaktører antar at kostnadene ved transaksjoner over landegrenser i Europa er ti ganger så store som transaksjoner innad i USA, på tross av arbeidet med å integrere markedene for verdipapirer i Europa de siste årene. Dette synet støttes av Serifsoy og Weiss (2007), som hevder at det europeiske verdipapirsystemet fremdeles er høyst ineffektivt. De mener at restruktureringen og den teknologiske utviklingen de siste årene ikke er nok til å oppnå effektivitet og konsistens for transaksjoner over grensene. Årsaken er at strukturen i industrien ikke er særlig forandret fra den tidligere fragmenterte markedsstrukturen av store, uavhengige, nasjonale organisasjoner. Dette medfører at kostnaden ved verdipapirtransaksjoner over landegrensene blir høyere, noe som igjen gir høyere kapitalkostnad. Svakheten ved det eksisterende systemet påpekes å være på clearing og oppgjørssiden. Selve handelen er i stor grad effektivisert, men liten utnyttelse av skalautbytte, breddefordeler og nettverkseffekter hindrer effektivitet i andre ledd av verdipapirkjeden.

Artikkelen til Serifsoy og Weiss (2007) vurderer samlet effektivitet ut fra tre ulike typer effektivitet: statisk, dynamisk og systemisk effektivitet. Effektivitetstypene er avhengige av hverandre, og vi skal i kapittel 8 se at det er vanskelig å finne et system som oppnår høy effektivitet på alle de tre områdene. Dersom en aktivitet er statisk effektiv, er det ikke mulig å implementere denne aktiviteten på en billigere måte. Ved en fusjon eller et oppkjøp er det først og fremst statisk effektivitet som øker. Dette forårsakes av effektivitetsgevinstene som oppnås når man samkjører driften.

Skalautbytte og samdriftsfordeler fører ofte til at den effektive markedsstrukturen blir naturlig monopol. Regulering og kontroll av at et naturlig monopol ikke misbruker sin markedsrett, vil igjen medføre redusert statisk effektivitet. Dersom en aktivitet skal være dynamisk effektiv, må den implementeres slik at den ikke hindrer effektivitet i fremtiden. Et eksempel på dette er en fusjon som gir en vesentlig reduksjon i konkurransen, noe som igjen kan føre til mindre forskning og utvikling. Det som gir et effektivt utfall i dag, trenger ikke nødvendigvis å være effektivt på lang sikt. Dersom strukturen på industrien ikke oppmuntrer til forskning og utvikling i fremtiden, er den ikke dynamisk effektiv. Systemisk effektivitet er et mål på stabiliteten i industrien når en systemisk hendelse inntreffer. En systemisk hendelse inntreffer dersom en av markedsdeltagerne opplever en negativ hendelse, og dersom dette får negative ettervirkninger for de andre markedsdeltagerne. En slik hendelse kan for eksempel være en forsinket levering eller betaling.

8. Hvordan bør Oslo Børs organiseres?

Dette kapittelet vil forsøke å sammenfatte resultatene fra modellen og delspørsmålene, slik at jeg kommer frem til et svar på oppgavens problemstilling. Avsnitt 8.1 vil være en analyse av fire alternative eierstrukturer på Oslo Børs. I avsnitt 8.2 vil jeg sammenfatte analysen med tidligere konklusjoner og gi min subjektive mening på hvordan Oslo Børs bør organiseres. På bakgrunn av konklusjonene i avsnitt 8.2 vil jeg også gi en vurdering på om fusjonen mellom Oslo Børs og VPS burde vært stoppet på et samfunnsøkonomisk grunnlag. Jeg gjør oppmerksom på at dette ikke er en konkurranseøkonomisk analyse, men en vurdering av om den vertikale integrasjonen vil fremme økonomisk effektivitet.

8.1 Analyse av fire systemer

I dette avsnittet skal jeg analysere fire alternative systemer ved hjelp av Serifsoys og Weiss (2007) effektivitetsstandard og det rammeverket de har utarbeidet. I denne analysen vil jeg også forsøke å sammenfatte alle konklusjonene som har fremkommet tidligere i denne oppgaven. Jeg tar med i betraktningen at den økte internasjonale konkurransen medfører at markedsavgrensningen ikke lenger er nasjonal. Når jeg vurderer dynamisk effektivitet, antar jeg derfor at Oslo Børs alltid vil ha noen insentiver til utvikling, selv om de har et nasjonalt naturlig monopol. Jeg finner det også rimelig å anta at dersom hjemmemarkedet er på permanent teknologisk etterskudd eller har et kostnadsnivå som over lengre tid ligger godt over det internasjonale, vil utenlandske børser kunne tiltrekke seg all aksjehandel fra hjemmemarkedet over et lengre tidsrom. Dette vil gi Oslo Børs insentiver til å øke sin konkurransevne gjennom forskning og utvikling. De fire systemene som analyseres er som følger:

1. Oslo Børs er offentlig eid og vertikalt integrert med Oslo Clearing og VPS.

2. Oslo Børs er organisert som et kooperativ som maksimerer medlemmenes nytte.
3. Oslo Børs er organisert som et profittmaksimerende aksjeselskap. Børsens struktur er fragmentert med Oslo Clearing og VPS som selvstendige institusjoner.
4. Oslo Børs er organisert som et aksjeselskap. Børsen er vertikalt integrert med Oslo Clearing og VPS.

8.1.1 System 1: Offentlig eierskap med vertikalt integrert struktur

Vi starter med å analysere tilfellet der Oslo Børs er eid av den norske stat og fungerer som et regulert monopol. Dette var situasjonen i det norske markedet for omsetning av verdipapirer før privatiseringen i 2001. Vi fraviker den opprinnelige situasjonen ved å la Oslo Børs, Oslo Clearing og VPS være vertikalt integrert, siden dette ble et faktum seks år senere.

Det første systemet har handel, clearing og oppgjør i ett og samme selskap, Oslo Børs VPS Holding ASA. Dette medfører at man kan dra nytte av de skalafordelene og samdriftsfordelene som følger med å ha et vertikalt integrert selskap. Det blir også lettere for enhetene å kommunisere med hverandre, og brukerne drar fordel av at de kun har ett nettverk å forholde seg til. Offentlig eierskap medfører at ineffektiv monopolprising ikke inntreffer, men kostnadene øker på grunn av svekkede insentiver til å drive kostnadseffektivt. Vesentlige reguleringskostnader er også en annen årsak til at statisk effektivitet ikke er spesielt høy under offentlig eierskap.

Ved å organisere Oslo Børs som en vertikal integrert børs med offentlig eierskap vil det bli svært få insentiver til forskning og utvikling. Årsaken til dette er at en slik børs ikke står overfor noen reell konkurranse: Siden børsen har naturlig monopol på minst ett område, for eksempel handel, vil dette kunne påvirke oppstrøms- og nedstrømsaktivitet i verdikjeden. Denne strategien vil være med på å styrke den konkurransemessige posisjonen, ved at den tvinger kundene til også å kjøpe de andre tjenestene av selskapet. På denne måten stenger selskapet ute potensielle

konkurrenter, og konkurransen blir lav. Dersom man ikke har noen konkurrenter, vil det være få insentiver til å innføre kostnadsreducerende tiltak eller å forske på hvordan systemer kan forbedres. Det vil være svært vanskelig å konkurrere med en vertikalt integrert, offentlig eid børs som utnytter skalautbytte og samdriftsfordeler. Dette medfører dynamisk ineffektivitet. Et viktig argument for privatisering vil dermed være at dette gir konkurranse på mer like vilkår, siden børsens argeste konkurrenter er private foretak. Når det gjelder systemisk effektivitet, er det to effekter som drar i hver sin retning: På den ene siden vil den vertikale integreringen gi muligheter for å sentralisere risikostyringen. Dette kan medføre noen effektivitetsgevinster. På den andre siden kan et vertikalt integrert selskap fort føle seg overmodig. Adferdsrisiko kan da oppstå som følge av at selskapet nedprioriterer risikostyring.

8.1.2 System 2: Et kooperativ

Dersom Oslo Børs går imot den internasjonale trenden og blir et medlemskooperativ, vil den få lavere inntekter enn i et profittmaksimerende foretak. Årsaken til dette er, som vi har sett i kapittel 4, at prisen som settes av kooperativet, vil være lavere enn monopolprisen. Dersom børsen er organisert som et medlemskooperativ, vil dermed inntektene være lavere enn ved et profittmaksimerende foretak, mens statisk effektivitet er høyere enn ved offentlig eierskap. Vi antar at eierne av Oslo Børs, VPS og Oslo Clearing også er brukere slik at de drar nytte av effektivitetsgevinstene som oppstår ved vertikal integrasjon. Dette medfører igjen at dynamisk effektivitet blir skadelidende, men i mindre grad enn ved system 1. Årsaken til dette er at det er vanskeligere for utenlandske aktører å konkurrere med staten som motstander enn å konkurrere med et medlemskooperativ. Vi har sett at kooperativ er spesielt problematisk dersom medlemmene er svært heterogene, eller det er sterk konkurranse. Dersom medlemmene er ulike i størrelse, vil systemet "ett medlem – en stemme"-systemet gi uheldige konsekvenser. Dette medfører at avgjørelsene som blir tatt, ikke representerer medlemmene i kooperativet på en korrekt måte. På grunn av disse problemene har mange børser gått bort fra denne eierstrukturen. Når det gjelder

systemisk effektivitet, vil denne være høyere dersom børsen er organisert som et medlemskooperativ enn et aksjeselskap. Vi skal se at dersom Oslo Børs er organisert som et aksjeselskap som møter tøff konkurranse, kan det være fristende for ledelsen å bruke mindre ressurser på risikostyring, siden dette på kort sikt sjelden er synlig for brukerne. Ved å organisere børsen som et medlemskooperativ vil man fjerne fristelsen til å sette systemets stabilitet i fare ved å kutte ned på kostbar risikostyring. Dette vil gi høy grad av systemisk effektivitet.

8.1.3 System 3: Et fragmentert aksjeselskap

Dersom børsen eies av et profittmaksimerende foretak, vil det være sterke insentiver for å drive kostnadseffektivt. Serifsoy og Weiss (2007) mener at når kontrollen skifter fra offentlig myndigheter til private aktører, vil den totale velferden ofte øke. Dette henger sammen med at i et profittmaksimerende selskap vil overskuddet fordeles blant aksjonærene, noe som gir ledelsen motivasjon for å drive kostnadseffektivt. De mange offentlig eide børsene som har blitt transformert til aksjeselskap de siste årene, underbygger argumentasjonen. Vi har sett tidligere at eksternt eierskap medfører en pris på handel som ligger over det som er samfunnsøkonomisk lønnsomt. I en situasjon med naturlig monopol vil selskapet utnytte sin markedsrett til å kreve en høy pris av brukerne. Vi har også sett at dersom konkurransen øker, vil den prisen brukerne betaler for børstjenester ved eksternt eierskap, reduseres. I system 3 er det potensielle skalafordeler som ikke blir realisert på grunn av den fragmenterte strukturen. Dette medfører at statisk effektivitet er lav. Systemet har en fragmentert struktur og bruker dermed markedsmekanismer til å regulere mellom ulike nivåer på verdikjeden. Handel, clearing og oppgjør behandles av tre uavhengige institusjoner. Fordelene ved systemet er at makten fordeles mellom enhetene. Det blir krav om effektivitet i hvert ledd ved at forbrukerne har større valgfrihet. Den sterke konkurransen gjør at de mest konkurransedyktige overlever, noe som øker motivasjonen til å investere i ny teknologi. Dynamisk effektivitet er høy. Systemisk effektivitet vil også være relativt høy. Årsaken til dette er at den sterke konkurransen blant tilbyderne gir et robust system. Aktørene har sterke insentiver til å konkurrere

både på pris og kvalitet, og alle ønsker å tilby en stabil og trygg infrastruktur. Faren ved dette er at brukerne sjelden kan observere risikostyringen i ledelsen, og at det ved hard konkurranse kan være fristende å bruke mindre ressurser på dette området. Det er også en annen effekt som reduserer systemisk effektivitet. Siden insentivene for forskning og utvikling er så sterke, kan dette medføre overinvestering og lavere systemisk stabilitet. Ved for mye ukoordinert forskning og parallellforskning er det mulig at investeringsnivået blir *for høyt*. Dette vil være uheldig og føre til lavere systemisk effektivitet.

8.1.4 System 4: Et vertikalt integrert aksjeselskap

Etter fusjonen mellom Oslo Børs og VPS i 2007 ble Oslo Børs organisert som et vertikalt integrert aksjeselskap. System 4 er i likhet med system 3 organisert som et aksjeselskap. Dette medfører ifølge modellen til Hart og Moore (1996) at prisen for børstjenester vil være høyere enn ved system 2. I motsetning til system 3 er dette systemet vertikalt integrert. Siden Oslo Børs, VPS og Oslo Clearing er organisert som en institusjon, vil man utnytte skala- og samdriftsfordeler. Dette medfører høyere statisk effektivitet enn system 3. Sammenlignet med system 1 vil system 4 ha høyere statisk effektivitet grunnet de høye reguleringskostnadene ved system 1. På grunn av den vertikalt integrerte strukturen vil det ikke eksistere konkurranse mellom leddene i verdipapirkjeden. Dette vil medføre høy grad av statisk effektivitet på bekostning av lavere dynamisk effektivitet. På grunn av den sterke konkurransen fra utenlandske aktører og alternative handelssystemer vil jeg allikevel vurdere den dynamiske effektiviteten til å være relativt høy. Systemisk effektivitet vil også være høy. Årsaken til dette er, som jeg har vært inne på under system 1, at risikostyringen kan sentraliseres. I motsetning til system 1 vil det være liten sannsynlighet for adferdsrisiko, fordi det vil eksistere en disiplinerende trussel fra potensielle nye aktører i markedet.

8.2 Sammenligning av systemene

Diskusjonen i avsnitt 8.1 viser tydelig at de ulike effektivitetsbegrepene er avhengige av hverandre. Tabell 2 er en sammenfatning av konklusjonene fra 8.1. Tabellen underbygger vanskelighetene ved å oppnå høy grad av både statisk og dynamisk effektivitet. Dette forårsakes av at vertikal integrasjon som gir høy grad av statisk effektivitet, vil øke etableringsbarrierene. Dette gir redusert konkurranse og lavere dynamisk effektivitet. Man ser de samme effektene, bare i sterkere grad, dersom fusjonen er horisontal. Hvor mye vekt man skal legge på de ulike effektivitetsbegrepene, er en vurderingssak. Det er derimot verdt å nevne at siden markedet for omsetning av verdipapirer er karakterisert av et dynamisk rammeverk med høy grad av innovasjon, taler dette for at dynamisk effektivitet bør tillegges mest vekt.

	Statisk effektivitet	Dynamisk effektivitet	Systemisk effektivitet
System 1	Middels	Lav -	Middels +
System 2	Høy +	Middels	Høy +
System 3	Lav +	Høy +	Høy
System 4	Høy +	Høy	Høy +

Tabell 2: Høy / Lav indikerer graden av effektivitet. + / - indikerer hvor i sjiktet systemet befinner seg.

Rangeringen er som følger: Lav - < Lav < Lav + < Høy - < Høy < Høy +

Ved å sammenligne system 3 og system 4 kan vi diskutere om fusjonen mellom Oslo Børs og VPS fremmer økonomisk effektivitet. Svakheten ved en fragmentert eierstruktur er lav statisk effektivitet grunnet urealiserte effektivitetsgevinster, mens et vertikalt integrert system ofte lider under relativt lav dynamisk effektivitet. Ved vertikal integrasjon vil konkurransen reduseres (Hart og Moore, 1996). Skadeligheten av vertikal integrasjon avhenger av hvor sterk konkurransen er internasjonalt mellom børser og mellom børser og alternative markedsplasser. Dersom det er svak

konkurranse i markedet for omsetning av verdipapirer, vil en fusjon mellom Oslo Børs og VPS være svært problematisk. Årsaken til dette er at en vertikalt integrert struktur eliminerer konkurransen også mellom tilbyderne av tjenester. På bakgrunn av diskusjonen i kapittel 5 er min vurdering at konkurransen i markedet for omsetning av verdipapirer er så sterk at system 4 er å foretrekke fremfor system 3. Dette tilsier at børsmarkedet i Norge bør ha en vertikalt integrert eierstruktur.

Vi har tidligere konkludert med at konkurransen i markedet for omsetning av verdipapirer har økt, og heterogeniteten har avtatt. Dersom disse effektene er omtrent like store, vil man kunne anta at både eksternt eierskap og medlemskooperativ vil kunne være en optimal løsning. Årsaken til dette er at den sterke konkurransen reduserer muligheten aksjeselskapet har for monopolprising. Dette vil virke disiplinerende og tvinge børsen til å sette lavere priser. Oslo Børs' prisreduksjoner de siste årene er eksempler på dette. Samtidig med økt konkurranse har vi sett indikasjoner på at medlemmene av Oslo Børs har blitt mer homogene, slik at et medlemskooperativ vil være en effektiv løsning. Jeg tror at i dagens marked kan en børs med eksternt eierskap være like effektiv som en børs med kooperativ eierstruktur, nettopp på grunn av den økte konkurransen. Jeg tror også at Oslo Børs bør ha en vertikalt integrert struktur for å realisere potensielle effektivitetsgevinster.

9. Konklusjon

Så hvordan bør børsen organiseres for at samfunnsøkonomisk overskudd skal maksimeres? Modellen til Hart og Moore (1996) gir følgende implikasjoner: På den ene siden er den økte konkurransen i markedet for omsetning av verdipapirer et argument for eksternt eierskap. På den andre siden har børsmedlemmene trolig blitt mer homogene, noe som peker i retning av en kooperativ eierstruktur. Denne tvetydige konklusjonen gir opphav til videre diskusjon.

I den videre diskusjonen vurderes også offentlig eierskap som mulig eierskapsform. På tross av at optimal pris og optimalt kvantum kan oppnås ved offentlig eierskap, er det likevel grunn til å tro at dette ikke representerer det helt optimale. Årsaken er at lav statisk effektivitet oppstår på grunn av svekkede insentiver til å drive kostnadseffektivt. Det vil også være fare for lav dynamisk effektivitet, fordi det vil være vanskelig for private aktører å konkurrere med staten. Dette vil medføre lav konkurranse, noe som igjen gir svekkede insentiver til forskning og utvikling.

Vi har også sett at kostnadsnivå er negativt korrelert med børsens størrelse. Dette er et argument til fordel for å tillate horisontale fusjoner, også mellom de store børsene. Det eksisterer overbevisende argumentasjon for at også vertikale fusjoner gir noen effektivitetsfordeler. Faren ved en slik struktur er lav dynamisk effektivitet, som kan oppstå som følge av eliminering av den vertikale konkurransen. I analysen i kapittel 8 er det vurdert slik at den horisontale konkurransen internasjonalt er så sterk at fordelene ved en vertikal fusjon mer enn oppveier ulempene. Optimal eierstruktur på Oslo Børs vil være enten å fortsette å være et aksjeselskap eller å organisere børsen som et medlemskooperativ. Når det gjelder nasjonaliteten til eierne av Oslo Børs, antas dette å ha liten betydning. Det avgjørende er at markedsplassen er lokalisert i Norge, slik at kostnadene ved notering av norske papirer holdes nede, og norske interesser bevares. Men det er også viktig at Norge fortsetter å følge den europeiske utviklingen, slik at utenlandske investorer finner Oslo Børs som en attraktiv markedsplass for sine investeringer.

Kildeliste

Artikler og foredrag:

Grote, M. (2007): *Mobile Marketplaces – Consequences of the Changing Governance of European Stock Exchanges*, Growth and Change Vol. 38, Nr. 2, s.260 - 278

Grønvik, G (2006): *Trenger vi ein norsk børs?*, Penger og Kreditt 4/06, s. 221 - 228

Hart, O. og Moore, J. (1996): *The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives versus Outside Ownership*, Oxford Review of Economic Policy Vol. 12, Nr. 4, s. 53 - 69

Hasan, I. og Malkamäki, M. (2001): *Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective*, Journal of Banking & Finance Vol. 25, Nr. 12, s. 2339 – 2366

Must, E. (2006): *Trenger vi en norsk børs?* Foredrag i seminaret om velfungerende markeder ved Kredittilsynets 20-årsjubileum.

NOU 1999: 3. *Organisering av børsvirksomhet m.m.* Oslo: Finansdepartementet

NOU 1999: 29. *Varederivater.* Oslo: Finansdepartementet

NOU 2006: 3. *Om markeder for finansielle instrumenter.* Oslo: Finansdepartementet

Pirrong, C. (2000): *A theory of financial exchange organization*, The Journal of Law & Economics Vol. 43 Nr. Oct, s.437 – 471

Serifsoy, B. og Weiss, M. (2007): *Settling for efficiency – A framework for the European securities transaction industry* Journal of Banking & Finance Vol. 31, Nr. 10, s. 3034-3057

Steil, B. (2002): *Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences*, Brookings Wharton Papers on Financial Services, Brookings Institution Press 2002 (Litan, R. E. og Herring R., red.), s. 61 – 91

Weme S. (1998): *Det norske verdipapirmarkedets konkurransesituasjon*, Norges Banks skriftserie / Occasional Papers nr. 34, Artikkel-09, s.101 – 116

Weme, S. og Axelsen, K. A. (2001): *Det europeiske verdipapirmarkedets infrastruktur i støpeskjeen*, Penger og Kreditt 1/01, s. 36 – 42

Avisartikler, brosjyrer og rapporter:

Brev fra Norges Bank til Konkurransetilsynet (02.07.07): *Informasjon relevant for fusjon mellom Oslo Børs Holding ASA og Verdipapirsentralen ASA* (fra NBs hjemmeside)

DN (02.03.09): *Nasdaq i strupen på Børsen.* Dagens Næringsliv

Europakommisjonen (29.10.07): *Presserapport referanse IP/07/1625*, Brussel

Finansinspektionen (2007): *Utvärdering av värdepappersavveckling i Sverige 2007* (fra Finansinspektionens hjemmeside)

NA24 (25.08.08): *Børsen merker konkurransen*. NA24

NA24 (03.11.08): *Utlendingene rømmer Oslo Børs*. NA24

Oslo Børs og Kredittilsynet (2001): *Retningslinjer for samarbeid mellom Kredittilsynet og Oslo Børs*, revidert mars/april 2001

Oslo Børs: *Aksjer for alle* (brosjyre lastet ned fra Oslo Børs' hjemmeside)

Oslo Børs: *Delårsrapport 2. kvartal 2007* (lastet ned fra Oslo Børs' hjemmeside)

Oslo Børs: *Delårsrapport 4. kvartal 2008* (lastet ned fra Oslo Børs' hjemmeside)

Oslo Børs (2009): *Opsjoner på egenhånd – selvstudium med fasit* (lastet ned fra Oslo Børs' hjemmeside)

Oslo Børs: *Årsrapport 2006* (lastet ned fra Oslo Børs' hjemmeside)

Oslo Børs: *Årsrapport 2007* (lastet ned fra Oslo Børs sin hjemmeside)

VPS (2009b): *VPS Forretningsvilkår* (lastet ned fra VPS sin hjemmeside)

Andre internettsider:

Eurex (2009): "About us"
http://www.eurexchange.com/about_en.html, lastet ned april 2009

Euroclear (2009): "History of Euroclear"
<https://www.euroclear.com/site/public/!ut/p/c1/04>, lastet ned april 2009

Euronext (2009): "Being listed on NYSE Euronext"
<http://www.euronext.com/fic/000/033/336/333365.pdf>, lastet ned april 2009

Federation of European Securities Exchanges (2008): "Code of Conduct for C&S"
<http://www.fese.be/en/?inc=cat&id=19>, lastet ned januar 2009

Konkurransetilsynet (2008): "EØS-regler"
<http://www.konkurransetilsynet.no/no/Konkurranseregler/EOS-regler/>, lastet ned mars 2009

Kredittilsynet (2008): "Rapporteringsdirektivet mv."
<http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?p=2773>, lastet ned mars 2009

London Stock Exchange (2009): "Our History"
<http://www.londonstockexchange.com/en-gb/about/cooverview/history.htm>, lastet ned mars 2009

Nasdaq OMX (2008): "OMX Milestones"

<http://www.nasdaqomx.com/howeare/milestones/milestonesomx/>, lastet ned mars 2009

New York Stock Exchange (2009a): "NYSE Amex options"

http://www.nyse.com/futuresoptions/nyseamex/1218155409117.html?sa_campaign=/video/futures/02022009nyseamexopts, lastet ned mars 2009

New York Stock Exchange (2009b): "History"

<http://www.nyse.com/about/history/1089312755484.html>, lastet ned april 2009

Oslo Axess (2009): "Om notering"

http://www.osloaxess.no/ob/auma_notering, lastet ned mars 2009

Oslo Børs (01.10.08): "Månedsnytt september 2008"

http://www.oslobors.no/ob/nyheter_maaned?contentid=1222834081253&timePeriod=092008, lastet ned mars 2009

Oslo Børs (2009a): "Lokale børser"

http://www.oslobors.no/ob/historie_lokaleboerser, lastet ned mars 2009

Oslo Børs (2009b): "Modernisering av markedet"

http://www.oslobors.no/ob/historie_moderniseringavmarkedet, lastet ned mars 2009

Oslo Børs (2009c): "Felles nordisk markedsplass"

http://www.oslobors.no/ob/historie_fellesnordiskmarkedsplass, lastet ned mars 2009

Oslo Børs (2009d): "Det svenske markedet"

<http://www.oslobors.no/ob/svenskmarked>, lastet ned mars 2009

Oslo Børs (2009e): "Medlemmer på Oslo Børs"

<http://www.oslobors.no/ob/meglerfirmaer>, lastet ned mars 2009

Oslo Børs VPS (2008): "Aksjonæroversikt 2008"

http://www.obvps.no/obvps_nor/Forside/Aksjen/Aksjonaeroversikt-med-underliggende-eiere, lastet ned mars 2009

Oslo Børs VPS (2009): "Oslo Børs og London Stock Exchange inngår strategisk samarbeid"

<http://www.obvps.no/Forside/Pressemeldinger/Arkiv/Oslo-Boers-og-London-Stock-Exchange-Group-inngaar-strategisk-samarbeid>, lastet ned mars 2009

Oslo Børs VPS (02.03.09): "Oslo Børs reduserer priser"

<http://www.osloborsvps.no/Forside/Pressemeldinger/Arkiv/Oslo-Boers-reduserer-priser>, lastet ned mars 2009

Oslo Clearing (2009a): "Om Oslo Clearing ASA"

<http://www.osloclearing.no/Om-Oslo-Clearing>, lastet ned april 2009

Oslo Clearing (2009b): "Standardiserte derivater"

<http://www.osloclearing.no/Produkter/Standardiserte-derivater>, lastet ned mars 2009

Oslo Market Solutions (2008): "Nyheter"

<http://www.oslomarketsolutions.no/Nyheter/Oslo-Boers-VPS-ny-profil-og-nye-navn-paa-selskapene-i-gruppen>, lastet ned mars 2009

U.S. Security and Exchange Commission (2008): "National Securities Exchanges"

<http://www.sec.gov/answers/exchanges.htm>, lastet ned mars 2009

VPS (2007): "Fusjonen mellom Oslo Børs og VPS er godkjent"

<http://www.vps.no/public/Om-VPS/Pressemeldinger/Fusjonen-mellom-Oslo-Boers-og-VPS-er-godkjent> , lastet ned april 2009

VPS (2009a): "Fra VPS til VPS ASA"

<http://www.vps.no/public/Om-VPS/Selskapsinformasjon/Fra-VPS-til-VPS-ASA>, lastet ned januar 2009

VPS (2009b): "VPS og Oslo Børs anbefaler fusjon"

<http://www.vps.no/public/Om-VPS/Pressemeldinger/VPS-og-Oslo-Boers-anbefaler-fusjon>, lastet ned januar 2009