



Metode for å identifisere og måle eierstyring i norske aksjeselskaper

Solveig Bjørkholt, Ida Aarrestad Nygård og Erik Fjærli

TALL

SOM FORTELLER

NOTATER / DOCUMENTS

2026/18

I serien Notater publiseres dokumentasjon, metodebeskrivelser, modellbeskrivelser og standarder.

© Statistisk sentralbyrå

Publisert: 24. mars 2026

ISBN 978-82-587-2089-5 (elektronisk)

ISSN 2535-7271 (elektronisk)

Standardtegn i tabeller	Symbol
Ikke mulig å oppgi tall Tall finnes ikke på dette tidspunktet fordi kategorien ikke var i bruk da tallene ble samlet inn.	.
Tallgrunnlag mangler Tall er ikke kommet inn i våre databaser eller er for usikre til å publiseres.	..
Vises ikke av konfidensialitetshensyn Tall publiseres ikke for å unngå å identifisere personer eller virksomheter.	:
Desimaltegn	,

Forord

Bakgrunnen for dette arbeidet er utviklingen av en ny statistikk ved Seksjon for FoU, teknologi og næringslivets utvikling i Statistisk sentralbyrå om kontroll via eierskap i norske aksjeselskaper. Dette notatet undersøker og dokumenterer alternative framgangsmåter for å identifisere og måle eierstyring. Takk til Richard Solem ved Seksjon for regnskapsstatistikk og BoF og til Torbjørn Cock Rønning ved Seksjon for finansregnskap for verdifull datahjelp og bidrag til å gi bedre oversikt over tematikken.

Statistisk sentralbyrå, 13. mars 2026

Per Morten Holt

Sammendrag

Dette notatet beskriver framgangsmåter for å konseptualisere og måle eierstyring, og presenterer og sammenlikner åtte ulike indikatorer for eierstyring. Analysen bygger på to datakilder: Aksjonærregisteret og årsrapporter.

Indikatorene for eierstyring operasjonaliseres langs to dimensjoner: Terskelverdi og andelstype (aksjeandel kontra stemmeandel). Terskelverdiene bygger på en gjennomgang av relevant litteratur og definisjoner i lovverket. Distinksjonen mellom stemmeandel og aksjeandel måles ved bruk av årsrapporter og en stor språkmodell som identifiserer stemmeandeler knyttet til ulike aksjeklasser.

Videre identifiserer vi ulike eiertyper basert på sektorkoder og bruker variasjon mellom disse som analytisk utgangspunkt. Notatet viser hvordan ulike indikatorer for eierstyring påvirker fordelingen av kontroll mellom eiertyper i norsk næringsliv. Analysen av eierstruktur er basert på indirekte eierskap beregnet gjennom nettverksanalyse.

Vi konkluderer med at særlig valg av terskelverdi har stor påvirkning på eierfordeling og -antall, mens valget mellom å bruke aksjeandel eller stemmeandel har mindre å si. Forskere og statistikkprodusenter bør derfor begrunne sitt valg av terskelverdi eksplisitt. Vår indikatoroversikt kan tjene som et utgangspunkt for dette valget.

Innhold

Forord	3
Sammendrag	4
1. Innledning	6
2. Eierstyring	7
3. Måle eierstyring gjennom aksjeeierskap	8
4. Operasjonalisering: terskelverdi og andelstype	10
4.1. Terskelverdi for kontroll.....	10
4.2. Aksjeandel versus stemmeandel	10
4.3. Indikatorer for eierstyring.....	11
5. Data og metode	13
5.1. Konfidensialitetshensyn	13
5.2. Datakilder	13
Aksjonærregisteret	13
Stemmedata gjennom årsrapporter	13
Aksjeandel og stemmeandel	14
5.3. Beregning av indirekte eierskap	15
Illustrasjon av eierskapsnettverk	16
6. Analyse	18
6.1. Antall og fordeling av kontroll mellom eiertyper	18
6.2. Terskelverdi for kontroll.....	21
6.3. Aksjeandel versus stemmeandel	22
7. Konklusjon	24
Referanser	25
Vedlegg A: Klassifisering av eiertyper	27
Vedlegg B: LLM prompt	28
Vedlegg C: Aksjeklasser	30
Vedlegg D: Indirekte og direkte eierskap	31

1. Innledning

Hvem som eier og kontrollerer norsk næringsliv har betydning for hvordan selskaper styres, hvilke strategiske valg som tas, og hvordan verdier fordeles mellom ulike interesser. Eierstyring, her forstått som eiernes evne til å påvirke selskapets retning gjennom stemmerett og andre kontrollmekanismer, er knyttet til en rekke utfall som selskapsprestasjon (Borisova m.fl., 2012; Aguilera m.fl., 2024), innovasjonsrate (Hoskisson m.fl., 2002) og sosialt ansvar (Dam & Scholtens, 2012). I den norske debatten har spørsmålet om utenlandsk eierskap fått særlig oppmerksomhet (Skjold, 2023; Gåsemyr & Medin, 2021). Temaet får også mye oppmerksomhet blant beslutningstakere både i næringslivet, offentlig forvaltning og politiske myndigheter: Eierskapskonferansen er en årlig møteplass for ledere i norsk næringsliv og offentlighet som arrangeres av Nærings- og fiskeridepartementet og «belyser aktuelle temaer som er av betydning for staten som eier og norsk næringsliv». Blant næringslivsorganisasjonene finner vi eierkonferansen som arrangeres av NHO og Rederiforbundet. Til tross for denne interessen mangler det en systematisk kartlegging av eierstyring i norsk næringsliv som tar hensyn til de metodiske valgene som ligger bak slike analyser.

Å måle eierstyring er mer sammensatt enn det kan fremstå. En tilsynelatende enkel operasjonalisering – eierandel lik kontrollandel – skjuler en rekke valg som påvirker hvilke konklusjoner man trekker. Hvor stor andel må en eier ha for å anses som kontrollerende: 10, 20 eller 50 prosent? Skal vi ta hensyn til at ulike aksjeklasser kan gi ulik stemmerett? Og bør vi følge eierkjeder og beregne indirekte kontroll? Slike valg er ikke bare tekniske, men de avgjør hvem vi identifiserer som de reelle makthaverne i næringslivet.

Seksjon for FoU, teknologi og næringslivets utvikling forbereder nå etablering av en ny statistikk som skal gi bedre innsikt i kontroll- og eierstrukturer i norsk næringsliv. Vi sammenligner eierfordelingen på tvers av syv eierkategorier – person bosatt i Norge, person bosatt i utlandet, selskap i utlandet, selskap i Norge, offentlig organisasjon i Norge (stat, kommune, fylkeskommune), ukjent i utlandet og «annet» – under åtte ulike indikatorer for kontroll. Som del av dette arbeidet undersøker vi hvilken betydning ulike operasjonaliseringer av kontroll har for resultatene. Vi konstruerer åtte indikatorer som varierer langs to dimensjoner (1) terskelverdien for når en eier anses å ha kontroll eller innflytelse, og (2) om kontroll beregnes basert på aksjeandel (én aksje = én stemme) eller stemmeandel (som tar hensyn til differensiert stemmerett). For å fange opp reelle kontrollforhold beregner vi indirekte eierskap gjennom eierkjeder ved hjelp av nettverksanalyse.

2. Eierstyring

Eierskap har to dimensjoner: økonomisk eierskap og kontroll. Økonomisk eierskap refererer til kapitalandel og utbytterett, mens kontroll knyttes til stemmerett på generalforsamlinger og i andre beslutningssituasjoner. Denne distinksjonen er sentral fordi disse to sidene av eierskap ikke nødvendigvis følger hverandre. En eier kan ha stor økonomisk eksponering i et selskap uten å ha tilsvarende innflytelse over dets beslutninger, og omvendt kan kontroll konsentreres hos aktører med relativt begrenset kapitalinnsats gjennom mekanismer som pyramidestrukturer, krysseierskap og aksjer med differensiert stemmerett (La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 1999; Bebchuk, Kraakman & Triantis, 2000). I denne studien er vi opptatt av hvem som har innflytelse på beslutninger i næringslivet og ser kun på kontroll.

Kontroll handler om eierstyring. Begrepet eierstyring er en del av det bredere konseptet eierskaps- og selskapsstyring (engelsk: corporate governance). Eierskaps- og selskapsstyring omfatter de systemene, prosessene og prinsippene som regulerer hvordan et selskap organiseres, styres og kontrolleres, og bygger normalt på en tredeling av roller mellom aksjeeiere, styret og daglig leder (Shleifer & Vishny, 1997). Styret har ansvar for å overvåke daglig leder, som forvalter selskapet på vegne av eierne, som igjen typisk har som mål å maksimere aksjeverdien (Aglietta & Rebérioux, 2005). Denne rollefordelingen aktualiserer det klassiske prinsipal-agent-problemet: eierne (prinsipalen) delegerer beslutningsmyndighet til ledelsen (agenten), men har begrenset mulighet til å observere og kontrollere agentens handlinger fullt ut (Jensen & Meckling, 1976). Eierstyring blir dermed et sentralt virkemiddel for å redusere agentkostnadene og sikre at ledelsen handler i eiernes interesse.

Eierstyring refererer dermed til den direkte kontrollen eierne utøver over selskapet. Kontroll er sentralt når en studerer eierskap fordi den gir reell innflytelse over selskapets strategiske og operasjonelle beslutninger. Kontroll har også betydning for ansettelsesprosesser på toppnivå; det er styret eller generalforsamlingen som tilsetter daglig leder (Aksjeloven, 1997, § 6-2). Connelly m.fl. (2010) beskriver flere måter eiere kan utøve kontroll på, der valget avhenger av eiers mål, makt, ressurser og tidshorisont. Disse inkluderer å true med å selge seg ut dersom de er misfornøyde med ledelsen (exit), dialog og forhandlinger med ledelsen, aksjonærforslag, offentlige kampanjer og mediebruk, kampanjer rettet mot styremedlemmer eller styresammensetningen (aktiv eierinnflytelse), langsiktig støtte som påvirker selskapets strategiske handlingsrom (buy-and-hold), samt relasjonell og uformell makt. Hirschman (1970) systematiserte dette skillet mellom exit (selge seg ut) og voice (forsøke å påvirke innenfra) som to grunnleggende responser på misnøye, et rammeverk som siden har blitt sentralt i eierstyringslitteraturen.

Mange av disse dimensjonene er imidlertid komplekse å måle kvantitativt. Den dominerende tilnærmingen i den empiriske eierstyringslitteraturen er å operasjonalisere kontroll gjennom aksjeandel – andelen av selskapets utestående aksjer som eies av en gitt aksjonær eller gruppe aksjonærer (Demsetz & Lehn, 1985; La Porta m.fl., 1999; Claessens m.fl., 2000; Faccio & Lang, 2002). Vi følger denne tradisjonen og avgrenser vår tilnærming til kontroll som aktiv eierinnflytelse gjennom aksjeeierskap, altså evnen til å påvirke selskapets retning – herunder valg av styre, beslutninger om investeringer og endringer i virksomhetens struktur – gjennom eierskap av selskapets aksjer. Denne operasjonaliseringen fanger ikke opp alle former for eiermakt, som uformell innflytelse eller koalisjoner mellom aksjonærer, men har den fordelen at den er observerbar, sammenlignbar og tilgjengelig gjennom data fra aksjonærregisteret.

3. Måle eierstyring gjennom aksjeeierskap

Kontroll er et begrep som er mer komplekst å måle enn økonomisk eierskap. Aksjeeiere utgjør ofte en stor og sammensatt gruppe, og det finnes mange ulike former for eierskaps- og kontrollstrukturer. Å forstå disse strukturene krever at man går bak den umiddelbare eierandelen og undersøker hvordan kontroll faktisk er fordelt.

Klassiske tilnærminger til måling av eierstyring tar utgangspunkt i eierandel, der én aksje tilsvarer én stemme, slik at en eier som besitter 10 prosent av aksjene også antas å kontrollere 10 prosent av stemmene. Denne tilnærmingen bygger på tidlige forståelser av eierstyring på 1800-tallet, der eierskap og kontroll sammenfalt én til én (Dunlavy, 1998). Allerede på slutten av 1800-tallet ble imidlertid dette bildet utfordret, da stemmetruster og holdingselskaper gjorde det mulig å utøve kontroll med relativt begrenset kapitalinnsats. Utover på 1900-tallet ble eierstrukturen i mange selskaper mer spredt blant mindre aksjonærer, og profesjonelle ledere fikk stadig mer kontroll, en utvikling Berle og Means (1932) dokumenterte i sitt banebrytende arbeid om separasjonen mellom eierskap og kontroll i amerikanske selskaper. Separasjon mellom eierskap og kontroll har også en normativ begrunnelse. Aksjonærer hefter ikke personlig for selskapets gjeld og kan derfor ikke stilles til ansvar fullt ut (på engelsk heter AS «ltd», som står for «limited liability»). Derfor må aksjonærenes direkte innflytelse også begrenses. På 1960-tallet vokste det igjen fram en bevegelse for å styrke aksjonærenes kontroll over styre og ledelse (Becht, Bolton & Röell, 2003). Denne vekselvirkningen mellom konsentrasjon og spredning av kontroll preger eierskapsstrukturer også i dag. Selv om det formelt foreligger et skille mellom eierskap og kontroll, kan kontrollerende eierandeler gi stor makt, gjennom valg av selskapets styre og ledelse, vedtekter mm.

I praksis innebærer dette at eierskap og kontroll kan avvike fra hverandre langs flere dimensjoner. For det første kan kontroll konsentreres gjennom indirekte eierskap. Når et morselskap eier et datterselskap, som igjen eier et tredje selskap, kan den ultimate eieren kontrollere selskaper langt nede i kjeden med en begrenset direkte kapitalandel (La Porta m.fl., 1999; Almeida & Wolfenzon, 2006). Dersom A eier 60 prosent av B, og B eier 40 prosent av C, eier A indirekte 24 prosent av kapitalen i C ($0,6 \times 0,4$), men kontrollerer likevel C effektivt gjennom sin kontroll over B. Denne asymmetrien mellom kapitalandel og kontroll forsterkes jo lengre eierkjeden er. Pyramidestrukturer er særlig utbredt i kontinental-europeiske og asiatiske økonomier (Claessens m.fl., 2000; Faccio & Lang, 2002), men forekommer også i norsk næringsliv – ikke minst gjennom statens eierskap via Nærings- og fiskeridepartementet og selskaper som Equinor og Telenor. Indirekte eierskap er sentralt for å forstå reelle kontrollforhold, men ofte undervurdert i studier av corporate governance (Hooy m.fl., 2020). Vi beregner derfor gjennomgående indirekte eierskap i våre analyser.

For det andre vil ulike terskelverdier for hva som anses som kontroll kunne påvirke hvilke konklusjoner som trekkes. I selskaper med spredt eierstruktur kan en aksjonær med en relativt beskjeden andel utøve de facto-kontroll dersom øvrige aksjonærer er fragmenterte og passive (La Porta m.fl., 1999). Spørsmålet om hvor grensen for kontroll skal trekkes – ved 10, 20, 25 eller 50 prosent – er dermed ikke bare en teknisk detalj, men en avgjørelse som direkte påvirker hvor mange selskaper som klassifiseres som «eierstyrt» og hvem som identifiseres som kontrollerende eier.

For det tredje kan kontroll avvike fra eierandel gjennom differensiert stemmerett. Selskaper kan utstede aksjer i ulike klasser med forskjellig antall stemmer per aksje, slik at kontroll konsentreres hos bestemte eiergrupper uten at dette gjenspeiles i kapitalandelen (Bebchuk m.fl., 2000; Adams & Ferreira, 2008). Data på stemmerett er imidlertid mindre tilgjengelig enn data på aksjeandel, og spørsmålet som oppstår er om antakelsen om én aksje = én stemme gir resultater som er vesentlig forskjellige fra å ta hensyn til faktisk stemmerett.

For det fjerde kan aksjonærer koordinere sine stemmer gjennom koalisjoner. Dersom aksjonær A eier 40 prosent og to andre aksjonærer hver eier 25 prosent, har ingen formell majoritetskontroll alene, men de to sistnevnte kontrollerer til sammen 50 prosent dersom de koordinerer seg. Slike koalisjoner kan være formelle (gjennom aksjonæravtaler) eller uformelle, og er i praksis svært vanskelige å observere i registerdata (Laeven & Levine, 2008). Kvantitative mål på eierstyring basert på aksjeregisterdata vil dermed systematisk undervurdere graden av koordinert kontroll. Vi anerkjenner denne begrensningen, men inkluderer ikke koalisjoner i våre beregninger.

Denne konstellasjonen av ulike kontrollmekanismer gjør at valg av målemetode har direkte konsekvenser for empiriske funn. På bakgrunn av diskusjonen ovenfor analyserer vi to valg som er mulige å operasjonalisere med tilgjengelige data: hvilken terskelverdi man bruker for å definere kontroll, og hvorvidt man baserer seg på aksjeandel eller stemmeandel. Disse to dimensjonene utgjør grunnlaget for vår empiriske analyse.

4. Operasjonalisering: terskelverdi og andelstype

Den dominerende tilnærmingen i den empiriske eierstyringslitteraturen er å operasjonalisere kontroll gjennom aksjeandel – andelen av selskapets utestående aksjer som eies av en gitt aksjonær eller gruppe aksjonærer (Demsetz & Lehn, 1985; La Porta m.fl., 1999; Claessens m.fl., 2000; Faccio & Lang, 2002). Vi følger denne tradisjonen, men undersøker empirisk hvilken forskjell det gjør å variere to sentrale dimensjoner: terskelverdien for når en eier anses å ha kontroll, og hvorvidt man bruker aksjeandel eller stemmeandel som grunnlag.

4.1. Terskelverdi for kontroll

Effektiv kontroll krever ikke nødvendigvis majoritetseierskap. I selskaper med spredt eierstruktur kan en aksjonær med en relativt beskjeden andel utøve de facto-kontroll dersom øvrige aksjonærer er fragmenterte og passive (La Porta m.fl., 1999). Litteraturen opererer derfor med ulike terskelverdier. Et eksempel er 50 prosent pluss én aksje, som gir formell majoritetskontroll. Mange studier benytter imidlertid lavere terskler: La Porta m.fl. (1999) bruker 20 prosent som hovedterskel i sin komparative studie av eierskap i 27 land, mens Faccio og Lang (2002) bruker både 20 og 10 prosent i sin analyse av vesteuropeiske selskaper. OECD benytter 25 prosent som terskel for å definere kontroll i sine analyser av statlig eierskap, basert på at en aksjonær med over 25 prosent kan blokkere kvalifiserte flertallsvedtak i de fleste jurisdiksjoner (De La Cruz m.fl., 2019).

I norsk kontekst gir aksjeloven et juridisk ankerfeste for å definere terskelverdier. Etter selskapsretten gir en eierandel på minst 10 prosent i aksjeselskaper (AS) og minst 20 prosent i allmennaksjeselskaper (ASA) rett til å kreve ekstraordinær generalforsamling. En aksjonær som eier mer enn en tredjedel av aksjene (over 33,3 prosent) har negativt flertall og kan blokkere vedtektsendringer, fusjoner og fisjoner (Aksjeloven, 1997, § 5-18). En aksjonær med over halvparten av stemmene har alminnelig flertall og kontrollerer valg av styremedlemmer og de fleste ordinære beslutninger (§ 5-17). To tredjedels flertall kreves for vedtektsendringer og andre særlig viktige beslutninger (§ 5-18). Samtidig benytter registeret for reelle rettighetshavere, som er en viktig kilde til å dokumentere eierskap i norsk setting, en terskelverdi på større enn eller lik 25 prosent i første ledd og 50 prosent videre ned i eierkjeden (Brønnøysundregistrene, 2024). Disse tersklene utgjør naturlige grenseverdier for å studere grader av kontroll i en norsk setting.

Valg av terskelverdi har direkte implikasjoner for empiriske funn. En studie som definerer kontroll ved 20 prosent vil klassifisere langt flere selskaper som «eierstyrt» enn en studie som legger 50-prosentterskelen til grunn, noe som påvirker fordelingen mellom eiere i næringslivet. I vår analyse sammenligner vi derfor systematisk hvordan eierfordelingen endrer seg under ulike terskelverdier.

4.2. Aksjeandel versus stemmeandel

Den andre dimensjonen gjelder grunnlaget for å beregne eierandel. De fleste empiriske studier bruker aksjeandel – altså kapitalandel – som mål på kontroll, dels fordi dette er det mest tilgjengelige målet, og dels fordi majoriteten av selskaper opererer med én aksjeklasse der kapitalandel og stemmeandel sammenfaller (Demsetz & Lehn, 1985; Faccio & Lang, 2002). Dette gjelder også i våre data for Norge.

Aksjeandel kan likevel gi et misvisende bilde av kontrollforhold i selskaper med differensiert stemmerett. En fullstendig analyse av eierstyring bør ideelt sett skille mellom kapitalandel (*cash-flow rights*) og stemmeandel (*control rights*) (Claessens m.fl., 2000; La Porta m.fl., 1999). Avviket mellom de to – gjerne omtalt som «wedge» i litteraturen – er i seg selv en variabel av interesse: Claessens m.fl. (2002) fant at selskapsverdi stiger med kontrollerende eiers kapitalandel, men synker med graden

av avvik mellom kapitalandel og stemmeandel, noe som tyder på at slike avvik fasiliteter ekspropriering av minoritetsaksjonærer.

I vår analyse beregner vi eierfordelingen både basert på aksjeandel og stemmeandel. For selskaper med én aksjeklasse vil disse være identiske. For selskaper med flere aksjeklasser kan forskjellene være betydelige, og sammenligningen av de to målene viser i hvilken grad differensiert stemmerett endrer bildet av hvem som kontrollerer norsk næringsliv.

4.3. Indikatorer for eierstyring

Gjennomgangen av terskelverdi og andelstype som sentrale dimensjoner ved måling av eierstyring leder oss til å konstruere åtte indikatorer som hver representerer en ulik operasjonalisering av kontroll. Indikatorene varierer langs to akser: terskelverdien for når en eier anses å ha kontroll, og hvorvidt kontrollen beregnes ut fra aksjeandel (én aksje = én stemme) eller stemmeandel (som tar hensyn til differensiert stemmerett mellom aksjeklasser). Tabellen nedenfor oppsummerer indikatorene, rangert etter stigende terskelverdi.

Indikatorene er utformet slik at de fanger opp ulike grader av kontroll, fra den svakeste formen (enhver aksjepost) til den sterkeste (bestemmende innflytelse over alle vesentlige beslutninger). De to første indikatorene, Klassisk (alle aksjer teller likt) og Direkte stemmerett (avhengig av aksjeklasse), bruker ingen terskel og skiller seg kun på andelstype, noe som isolerer effekten av å ta hensyn til differensiert stemmerett.

Generalforsamlingsrett og direkte generalforsamlingsrett utgjør et tilsvarende par ved en høyere terskel. De fire øvrige indikatorene er alle basert på stemmeandel og varierer kun på terskelverdi, noe som isolerer effekten av å stille strengere krav til kontroll. På tvers av disse åtte indikatorene sammenligner vi eierfordelingen mellom syv eierkategorier: person bosatt i Norge, person bosatt i utlandet, selskap i utlandet, selskap i Norge, offentlig organisasjon i Norge (stat, kommune, fylkeskommune), ukjent i utlandet og «annet». Se vedlegg A for en oversikt over klassifiseringen av eiertyper etter sektorkoder. På denne måten kan vi systematisk vise hvordan metodiske valg påvirker bildet av eierskapsstrukturen i norsk næringsliv. Tabell 4.1 gir en oversikt over de ulike indikatorene og hvordan de er definert.

Tabell 4.1 Indikatorer for eierstyring, rangert etter stigende terskelverdi

Indikator	Terskel	Mål	Beskrivelse
Klassisk	> 0 (enhver andel)	Aksjeandel	Klassisk tilnærming der enhver aksjepost registreres som eierskap. Hver aksje gir lik vekt uavhengig av aksjeklasse.
Direkte stemmerett	> 0 (enhver andel)	Stemmeandel	Som Klassisk, men tar hensyn til differensiert stemmerett mellom aksjeklasser basert på informasjon fra årsrapporter og vedtekter.
Generalforsamlingsrett	AS m.fl.: $\geq 10\%$ ASA: $\geq 20\%$	Aksjeandel	Rett til å kreve ekstraordinær generalforsamling i aksjeselskaper (Aksjeloven § 5-7). Eiere under 10 % kan kreve aksjeposten innløst dersom et morselskap eier $\geq 90\%$ (§ 4-26). I allmennaksjeselskaper kreves minst 20 % av aksjekapitalen for å kreve ekstraordinær generalforsamling (Allmennaksjeloven § 5-7).
Direkte generalforsamlingsrett	AS m.fl.: $\geq 10\%$ ASA: $\geq 20\%$	Stemmeandel	Tilsvarende generalforsamlingsrett, men beregnet ut fra stemmeandel i stedet for aksjeandel.
Reelle rettighetshavere	Nivå 1: $> 25\%$ Nivå > 1: $> 50\%$	Stemmeandel	Basert på hvitvaskingslovens definisjon av reelle rettighetshavere (men beregnet av oss). Direkte eiere må ha over 25 % stemmeandel; i eierkjeder kreves over 50 % på hvert påfølgende ledd.
Blokkeringsrett	$> 1/3$ (33,4 %)	Stemmeandel	Negativt flertall: rett til å blokkere vedtektsendringer, fusjoner, fisjoner og andre beslutninger som krever kvalifisert flertall på generalforsamling (Aksjeloven § 5-18). Gir veto rett, ikke evne til å fremme forslag.
Styrevalgsrett	$> 1/2$ (50 %)	Stemmeandel	Alminnelig flertall: avgjørende innflytelse på valg av styre, som blant annet bestemmer utbyttepolitikk og tilsetter daglig leder (Aksjeloven §§ 5-17, 6-2).
Bestemmende innflytelse	$> 2/3$ (66,7 %)	Stemmeandel	Kvalifisert flertall: myndighet til å vedta fusjoner, fisjoner, kapitalendringer, vedtektsendringer og oppløsning av selskapet (Aksjeloven § 5-18).

Kilder: Hvitvaskingsloven, 2018, § 2, Aksjeloven, 1997, § 5-18 & §§ 5-17, 6-2

Fotnote: 0 i terskel er i praksis 0,0001

5. Data og metode

I denne seksjonen beskriver vi datakildene for analysen, hvordan vi innhenter informasjon om stemmerett, og de metodiske fremgangsmåtene for å beregne indirekte eierskap og eierkonsentrasjon.

5.1. Konfidensialitetshensyn

Primærdatakildene våre bygger på data som i utgangspunktet er åpne (aksjeselskapenes årsrapporter og skatteetatens aksjonærregister) og i klartekst. I tråd med SSBs policy for håndtering av personidentifiserende informasjon krypteres både fødselsnumre og organisasjonsnumre før videre kopling og analyse, og det utføres en dataminimeringsprosedyre.

5.2. Datakilder

Dette delkapitlet beskriver grunnlaget fra Aksjonærregisteret, hvordan stemmerettsinformasjon hentes inn, og forskjellen mellom aksjeandel og stemmeandel som brukes videre i beregningene.

Aksjonærregisteret

Hovedkilden for denne studien er aksjonærregisteret, som inneholder informasjon om alle aksjonærer i norske aksje- og allmennaksjeselskaper (hhv AS og ASA), herunder eierandeler fordelt på aksjeklasse (men informasjon om rettighetene til hver aksjeklasse). Registeret dekker både direkte eierskap (hvem som er registrert som aksjonær) og identifiserende informasjon som gjør det mulig å koble eiere på tvers av selskaper. For 2022 omfatter registeret om lag 360 000 eide selskaper, 1,1 millioner eiere og 2,8 millioner eierforhold.

En viktig begrensning er imidlertid at aksjonærregisteret kun inkluderer aksjonærer som er registrert i Norge. Når eierkjeden går via utenlandske foretak, fanges derfor bare første ledd i utlandet opp. Eventuelle videre eiere av både «ukjent utland» og utenlandske selskaper er ikke observerbare i datagrunnlaget. Dermed kan vi følge eierkjeder fullt ut innenlands, men mister informasjon dersom eierstrukturen fortsetter utover det første utenlandske leddet. Dette innebærer også at vi kan miste eierkjeder der det befinner seg utenlandske selskaper i lavere ledd av kjeden, selv om de endelige eierne lenger opp i strukturen er norske.

Stemmedata gjennom årsrapporter

Informasjon om stemmerettsfordelingen mellom aksjeklasser er ikke tilgjengelig i aksjonærregisteret, men fremgår typisk av selskapets vedtekter, som ofte gjengis i årsrapportene. Vedtektene er ikke åpent tilgjengelige som strukturerte data, men årsrapportene er det. For å hente ut stemmerettsbestemmelser benytter vi en stor språkmodell (gemini-2.5-pro) til å trekke ut relevant informasjon. Modellen leser årsrapportene og identifiserer antall stemmer per aksje for hver aksjeklasse, og returnerer deretter resultatene i et strukturert JSON-format. Denne tilnærmingen er nødvendig fordi manuell gjennomgang av årsrapportene for alle selskaper med flere aksjeklasser ville vært svært ressurskrevende, og fordi informasjonen ikke finnes i strukturert form i eksisterende registre. Modellen brukte om lag fire døgn på å komme gjennom alle årsrapportene, og kostet til sammen 3938 kroner. Prompten er tilgjengelig i vedlegg B.

For å validere uttrekkene gjennomførte vi en manuell gjennomgang av 50 tilfeldig utvalgte årsrapporter og sammenlignet uttrekkene fra språkmodellen med den faktiske teksten i årsrapporten. Modellen identifiserte korrekt stemmerettsforhold i 44 av 50 tilfeller, noe som tilsvarer en presisjon på 88 prosent. De fleste feilene oppstod i rapporter med mangelfull eller ustrukturert informasjon. Eksempler på slike feil er at modellen plasserer alle aksjeklasser i samme kategori dersom rapporten kun omtaler én aksjeklasse, eller at den ikke klarer å trekke en

konklusjon fra mer kompleks informasjon. I ett tilfelle stod det «Selskapets aksjekapital består av 200 aksjer hver pålydende 500 kroner, fordelt på henholdsvis 3 A-aksjer og 197 B-aksjer. Samtlige aksjer har full utbytterett. B-aksjer har ikke stemmerett». Her kan vi anta at A-aksjene har stemmerett, men modellen registrerte kun «økonomisk avkastning» for både A-aksjer og B-aksjer. I andre tilfeller fanger modellen ikke opp stemmerettsinformasjon selv om den er eksplisitt oppgitt. Til tross for disse svakhetene gjør modellen samlet sett en god jobb med å trekke ut relevant informasjon fra årsrapportene og strukturere den på en måte som gjør det mulig å bruke stemmerettsdata for ulike aksjeklasser i den videre analysen.

Aksjeandel og stemmeandel

Som vist i del 4 krever flere av indikatorene informasjon om stemmeandel, ikke bare aksjeandel. Registeret skiller mellom 13 ulike aksjeklasser, se vedlegg C for en oversikt. Samtidig utgjør selskaper med mer enn én aksjeklasse et mindretall av totalpopulasjonen, om lag 17 000 av 360 000. For selskaper med kun én aksjeklasse er det rimelig å anta at aksjeandel og stemmeandel er identiske, altså at én aksje gir én stemme. Ettersom denne antakelsen ligger til grunn for flere av indikatorene, validerer vi den empirisk.

Vi trekker et tilfeldig utvalg på 1 054 selskaper med én aksjeklasse og henter ut stemmerettsbestemmelser fra deres årsrapporter ved hjelp av språkmodellen beskrevet ovenfor. Av disse inneholder 380 årsrapporter ingen informasjon om aksjeklasser eller stemmerett, noe som i seg selv kan tolkes som en indikasjon på at selskapet opererer med standard stemmerettsregler (én aksje = én stemme). De resterende 674 årsrapportene gir informasjon om aksjeklasser. Av disse mangler 190 observasjoner spesifisering av aksjeklasse i årsrapporten.

For årsrapportene med informasjon om aksjeklasse viser tabell 5.1 at stemmerett gjennomgående er én stemme per aksje – gjennomsnitt, median, minimum og maksimum er nærmest lik 1,0 for samtlige identifiserte aksjeklasser, og standardavviket er lavt. B-aksjer forekommer én gang, men stemmeandel er ikke oppgitt, og siden det bare forekommer én C-aksje kan ikke standardavvik regnes ut for denne. Dette underbygger antakelsen: for selskaper som opererer med kun én aksjeklasse er aksjeandel og stemmeandel i praksis identiske.

Tabell 5.1 Stemmer per aksje for selskaper med én aksjeklasse (N = 674 observasjoner med aksjeklasseinformasjon).

Aksjeklasse	Median	Gjennomsnitt	Standardavvik	Minimum	Maksimum	N
Ordinære (01)	1.00	1.00	0.07	0.00	1.25	446
A aksjer (03)	1.00	1.00	0.00	1.00	1.00	36
B aksjer (04)	–	–	–	–	–	1
C aksjer (05)	1.00	1.00	–	1.00	1.00	1
Ukjent	1.00	0.98	0.17	0.00	1.07	190

Kilder: Årsrapporter, Statistisk sentralbyrå.

For selskaper med flere aksjeklasser kan avviket mellom aksjeandel og stemmeandel være betydelig. Tabell 5.2 viser deskriptiv statistikk over stemmer per aksje for de ulike aksjeklassene. For ordinære aksjer (klasse 01) er medianen 1 stemme per aksje, noe som bekrefter at antakelsen om én aksje = én stemme i hovedsak er korrekt for denne klassen. Samtidig er variasjonen større enn forventet i utvalget med flere aksjeklasser: ordinære aksjer har et gjennomsnitt på 1.22 stemmer per aksje og et maksimum på over 83, noe som indikerer at enkelte selskaper likevel tilordner ekstra stemmekraft også til standardklassen.

For de øvrige aksjeklassene er variasjonen betydelig større. A aksjer (03) har et gjennomsnitt på om lag 699 stemmer per aksje og et maksimum på 525 000, mens B aksjer (04) i gjennomsnitt gir over 2 500 stemmer og har et maksimum på 13.5 millioner. C aksjer (05) følger samme mønster med rundt

2 686 stemmer per aksje i gjennomsnitt og et maksimum på én million. Disse ekstreme verdiene illustrerer hvordan enkelte selskaper bruker aksjeklasser med svært høy stemmevekt for å konsentrere kontroll.

Andre klasser fungerer i praksis som rene økonomiske aksjer. Klasse 11 har en median på 0 og et gjennomsnitt på 0.25, og også klassene 08 og 13 har lave medianer (0.5). Dette viser at betydelige deler av kapitalen i enkelte selskaper kan være uten stemmerett eller ha svært begrenset kontrollfunksjon.

Fordelingen av avledede rettighetstyper bekrefter dette bildet. Av totalt 17 122 identifiserte aksjeklasser fordelt på årsrapportene er 9 988 klassifisert som kontrollaksjer, mens 1 540 er ikke-kontrollerende. I tillegg er 520 klassifisert som rene økonomiske aksjer og 42 faller i kategorien annet. For 5 032 aksjeklasser er rettighetstypen ukjent, hovedsakelig på grunn av mangelfull rapportering eller tvetydige beskrivelser i årsrapportene. At om lag tre av fem aksjeklasser med identifisert status gir kontroll, understøtter inntrykket av at mange selskaper strukturerer aksjekapitalen for å skjerme beslutningsmyndighet fra kapitalinnskudd.

Tabell 5.2 Deskriptiv statistikk for stemmer per aksje, fordelt etter aksjeklasse. Basert på LLM-ekstraksjon fra årsrapporter for selskaper med mer enn én aksjeklasse (N = 17 122)

Aksjeklasse	Median	Gjennomsnitt	Standardavvik	Minimum	Maksimum	N
Ordinære (01)	1.00	1.22	3.86	0.00	83.33	788
Preferanse (02)	1.00	0.70	0.50	0.00	2.50	274
A-aksjer (03)	1.00	699.48	13 005.61	0.00	525 000.00	7 569
B-aksjer (04)	1.00	2526.94	181 622.18	0.00	13 500 000.00	7 547
C-aksjer (05)	1.00	2 685.63	51 639.48	0.00	1 000 000.00	534
D-aksjer (06)	1.00	1.43	5.57	0.00	50.00	134
Ekstraordinære (07)	1.00	10.96	25.36	0.00	82.73	11
E -aksjer (08)	0.50	0.50	0.51	0.00	1.00	45
F -aksjer (09)	1.00	0.67	0.52	0.00	1.00	18
G -aksjer (10)	1.00	0.57	0.53	0.00	1.00	14
H -aksjer (11)	0.00	0.25	0.50	0.00	1.00	8
I -aksjer (12)	1.00	0.67	0.58	0.00	1.00	7
J -aksjer (13)	0.50	0.50	0.71	0.00	1.00	4
Ukjent (NA)	1.00	1.07	0.75	0.00	5.00	169

Kilder: Aksjonærregisteret, Statistisk sentralbyrå.

Samlet sett viser tabellen hvorfor skillet mellom aksjeandel og stemmeandel er analytisk viktig. Selv om medianen er 1 i de fleste klasser, er variasjonen betydelig, særlig blant aksjer med høy stemmevekt. For selskaper som benytter slike strukturer kan en eier med et mindretall av kapitalen likevel kontrollere flertallet av stemmene. Dette kan ha direkte betydning for analyser av eierkonsentrasjon, stemmerettsulikhet og maktfordeling i norske selskaper.

5.3. Beregning av indirekte eierskap

For å identifisere eierrelasjoner og eierandel av hvert selskap benytter vi algoritmer fra nettverksanalyse. Aksjonærregisteret gjør det mulig å konstruere en rettet graf der nodene er selskaper og personer, og kantene (relasjonen mellom nodene) representerer eierforhold med tilhørende eierandel (vekt). Vi anvender bredde-først-søk (BFS) for å traversere eierkjedene og beregne indirekte eierskap.

Konkret konstruerer vi grafen slik at hver kant går fra en eier (forelder) til et eid selskap (barn), med kantens vekt lik eierandelen. Algoritmen starter fra alle direkte eierforhold (dybde 1) og ekspanderer iterativt: for hvert nivå i eierkjeden kobles den nåværende frontlinjen med nye kanter i grafen, og den indirekte eierandelen beregnes multiplikativt. Dersom A eier 60 prosent av B og B eier 40 prosent av C, er As indirekte eierandel i C lik 24 prosent ($0,6 \times 0,4$). For hvert nytt ledd multipliseres den akkumulerte eierandelen med vekten på den nye kanten.

Ved hver ekspansjon filtreres eierforhold der den akkumulerte eierandelen faller under en gitt terskelverdi. Denne filtreringen tjener to formål: den avgrenser beregningen til eierforhold av en viss økonomisk betydning, og den gjør beregningen håndterbar ved å begrense antall stier som forfølges. Terskelverdien settes i tråd med de åtte indikatorene beskrevet i del 4: for indikatoren «en-til-en» brukes en terskel nær null ($> 0,0001$), slik at tilnærmet alle eierforhold inkluderes, mens for eksempel indikatoren «bestemmende innflytelse» bruker en terskel på $2/3$ ($> 0,667$). Algoritmen stopper enten når den har nådd en forhåndsdefinert maksimal dybde, eller når ingen nye eierforhold over terskelverdien kan identifiseres på neste nivå.

Resultatet er en tabell der hver rad representerer et indirekte eierforhold mellom en eier og et selskap, med tilhørende akkumulert eierandel og dybde i eierkjeden. En eier kan dermed ha flere stier til samme selskap gjennom ulike mellomliggende selskaper, og den samlede indirekte eierandelen fremkommer ved å summere over alle slike stier.

Det er verdt å merke seg at denne tilnærmingen beregner eierandeler multiplikativt gjennom hele kjeden – det er altså ikke et svakeste-ledd-prinsipp der kontroll enten «passerer» eller «stopper» på hvert nivå. I stedet avtar eierandelen gradvis gjennom kjeden, og terskelen fungerer som et filter som fjerner stier der den akkumulerte andelen har blitt for liten til å representere en meningsfull eierskapsrelasjon. Konsekvensen er at lange eierkjeder med høy eierandel på hvert ledd bevares, mens kjeder der ett eller flere ledd har lav eierandel raskt faller under terskelen og ekskluderes.

Avhengig av valg av terskelverdier, så avtar antall eierrelasjoner i datagrunnlaget når eierkjedene blir lange. Jo høyere terskelverdi, jo raskere avtar antall eierrelasjoner på dypere nivåer. Siden antall eierrelasjoner går mot null og fordi man kan stille spørsmål ved graden av kontrollutøvelse når eierkjedene blir lange, har vi valgt å stoppe ved 10 ledd i dette notatet. Metoden og dataprogrammet vi har brukt kan imidlertid godt anvendes på lengre eierkjeder med flere ledd.

Illustrasjon av eierskapsnettverk

Figur 5.1 viser fire eksempler på eierskapsnettverk som illustrerer den betydelige variasjonen i eierskapsstrukturer i norsk næringsliv. Hvert nettverk er sentrert rundt et eid foretak (markert med svart sirkel med gul ramme) og viser eiere ned to ledd i kjeden, fargekodet etter eierkategori.

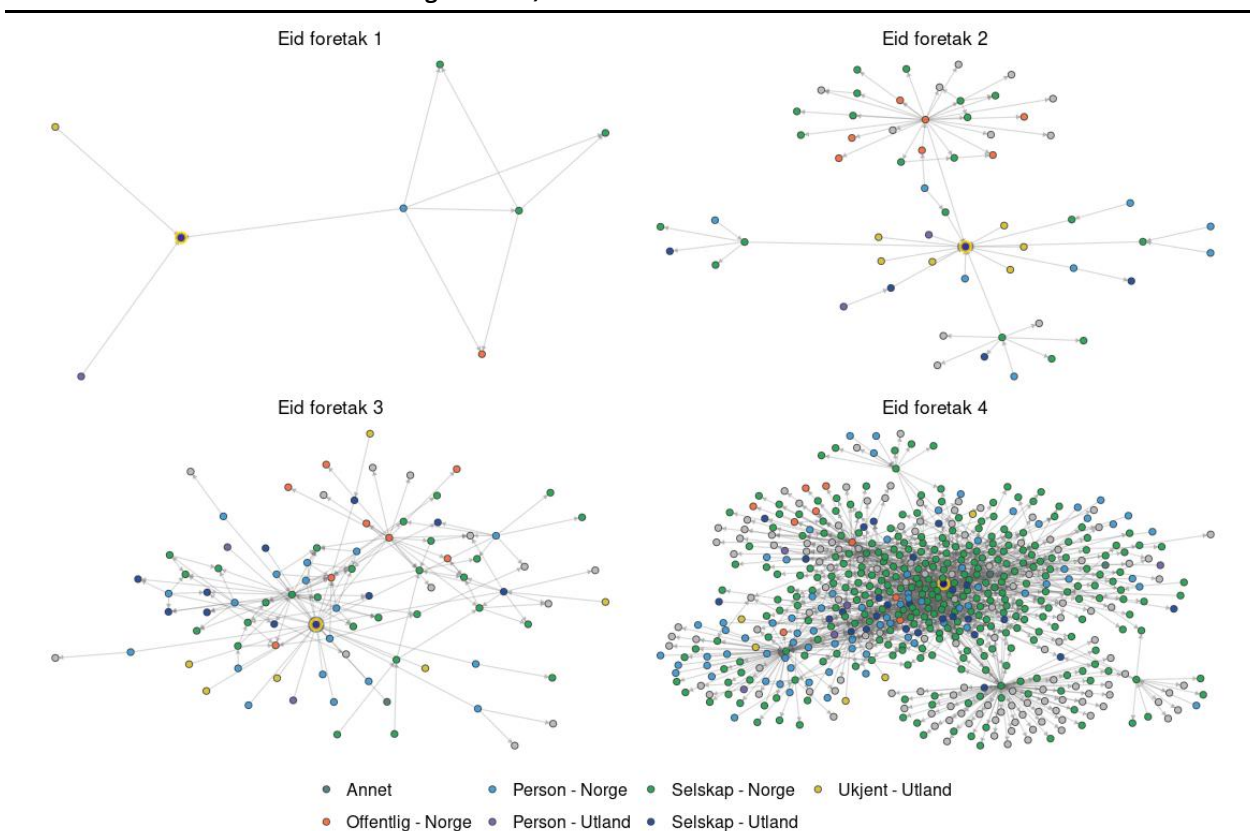
De fire eksemplene representerer ulike grader av kompleksitet. Eid foretak 1 har en enkel og konsentrert eierskapsstruktur med få eiere der flest er norske personer (blå noder) eller norske selskap (grønne noder). Dette er typisk for de mange små aksjeselskapene som preger norsk næringsliv. Eid foretak 2 viser en noe mer sammensatt struktur og større innslag av flere eiertyper, blant annet offentlig sektor (rød node), der eierskapet forgrener seg gjennom mellomliggende selskaper – nettopp den typen indirekte eierskap BFS-algoritmen er utformet for å fange opp.

Eid foretak 3 illustrerer en eierskapsstruktur med større spredning og flere eierkategorier. Her finner vi norske personer, norske selskaper, offentlige eiere og utenlandske eiere side om side, noe som gjør at valg av terskelverdi og andelstype potensielt kan ha stor påvirkning på hvem som identifiseres som kontrollerende eier. Eid foretak 4 representerer den mest komplekse strukturen, med et tett nettverk av flere hundre noder dominert av norske selskaper (grønt). Dette eksemplet

illustrerer hvordan eierkjeder kan forgrene seg betydelig allerede over to ledd, og understreker behovet for nettverksbaserte beregninger av indirekte eierskap.

Variasjonen mellom de fire eksemplene synliggjør hvorfor operasjonaliseringsvalg har ulike konsekvenser på eierfordelingen avhengig av den underliggende eierskapsstrukturen, et poeng som bekreftes i analysen i del 6, der vi viser at terskeleffekten varierer mellom eierkategorier.

Figur 5.1 Eksempler på stemmerettstrukturer fordelt på eiertype ned to ledd for fire forskjellige eide foretak (eid foretak = svart sirkel med gult rundt). Terskel = 0.



Kilder: Aksjonærregisteret, Statistisk sentralbyrå.

6. Analyse

I dette kapitlet presenterer vi analyser av kontroll og eierstruktur i norske aksjeselskaper. Vi undersøker hvordan ulike eiertyper fordeler seg gjennom ti nivåer, og hvordan fordelingen mellom eiertyper varierer avhengig av indikator. Analysene bygger på deskriptiv statistikk som viser hvordan kontroll i norsk næringsliv er organisert, hvilke mønstre som går igjen på tvers av indikatorer, og hvilke forskjeller som oppstår mellom ulike typer eiere avhengig av valg av indikator. Først presenterer vi en oversikt over funnene, deretter drøfter vi spesifikt funnene relatert til henholdsvis terskelverdi og aksjeandel kontra stemmeandel.

6.1. Antall og fordeling av kontroll mellom eiertyper

I dette kapitlet presenteres fordelingen av eiertyper på tvers av de åtte indikatorene for eierstyring, presentert foran i kapittel 4.3. Analysen bygger videre på indikatorene ved å vise hvordan de ulike eiertypene fordeler seg på ti nivåer for hver av dem. Formålet er å gi et helhetlig bilde av variasjoner i kontroll, og synliggjøre hvordan forskjellene mellom eiertypene avhenger av hvilken indikator som brukes.

Figur 6.1 Antall eierrelasjoner og andeler etter eiertype, per nivå

Kilder: Aksjonærregisteret, Statistisk sentralbyrå.

Note: Ingen nivåer har null eiere

Figur 6.1 viser fordelingen av eiertyper på tvers av ti nivåer i eierkjeden for de ulike indikatorene. Figurene illustrerer både hvilke eiertyper som utøver kontroll i norske selskaper, og hvor mange eierrelasjoner som inngår i hver av indikatorene. Selv om indikatorene fanger ulike former for kontroll, fremkommer et tydelig mønster der antallet eierrelasjoner avtar nedover i eierkjedene, samtidig som sammensetningen av eiertyper endres.

Det er viktig å være oppmerksom på at antallet observerbare eierrelasjoner reduseres betydelig jo lenger ned i eiernivåene man kommer. Dette skyldes blant annet at relativt få selskaper inngår i svært lange eierkjeder, at fysiske personer ikke kan være eid av andre enheter, og at vi mangler informasjon om eierskap utover første ledd når eierskapet går til utlandet.

For indikatorene Klassisk og Direkte stemmerett er antallet eierrelasjoner høyest på nivå 3, med rundt 3,2 millioner eierrelasjoner. Nivå 1 og 2 ligger rundt 1,3 og 2,8 millioner eierrelasjoner. Etter nivå 3 reduseres antallet betydelig og faller til kun rundt 50 000 eierrelasjoner på nivå 10. Norske personer utgjør den største eiergruppen på alle nivåer, med andeler mellom 53 og 66 prosent. Norske selskaper er nest største gruppe og øker fra rundt 17–23 prosent på nivå 1–4 til omkring 30–34 prosent på nivå 5–10. Utenlandske personer og selskaper utgjør små, men gradvis økende andeler gjennom nivåene. Kategorien Ukjent utland er mest fremtredende på nivå 2–6. Offentlig eierskap ligger på under 1 prosent på de fleste nivåer, men er noe høyere på nivå 3–7 for Direkte stemmerett.

Indikatorene Generalforsamlingsrett og Direkte generalforsamlingsrett har langt færre eierrelasjoner totalt. Nivå 1 har rundt 250–530 000 eierrelasjoner, mens nivå 10 har svært få eierrelasjoner, mellom 60 og 180. Norske personer er den største gruppen på nivå 1–9 med andeler mellom 38 og 60 prosent, men denne andelen faller kraftig mot nivå 10, der norske selskaper dominerer med 68–89 prosent. Utenlandske personer, selskaper og ukjent utland øker i andel utover i strukturen og er mest fremtredende på nivå 7–9. Offentlige eiere forekommer hovedsakelig på nivå 1–6 og i små andeler, under to prosent.

Det knytter seg ikke noen formelle, lovhjemlede rettigheter til definisjonen av Reelle rettighetshavere (25 prosent eierskap i første ledd). Reelle rettighetshavere har, i likhet med de førnevnte indikatorene, en sterk konsentrasjon på de laveste nivåene, med 441 000 eierrelasjoner på nivå 1 og betydelig færre allerede fra nivå 2. På nivå 10 er det kun 32 eierrelasjoner. Norske personer dominerer nivå 1–6 og 8 med andeler fra 30 til 61 prosent, men er fraværende på nivå 10. Norske selskaper øker lengre ned i eierkjeden og utgjør 100 prosent på nivå 10. Utenlandske selskaper og Ukjent utland er mest fremtredende på nivå 2–8, mens utenlandske personer har størst andel på nivå 7. Offentlig eierskap er kun til stede på nivåene 1–5 med under to prosent.

For Blokkeringsrett er det 398 000 eierrelasjoner på nivå 1, som synker til 132 000 på nivå 2. Antallet faller videre og ender på 43 eierrelasjoner på nivå 10. Norske personer utgjør 50–62 prosent av eierrelasjoner på nivå 1–3, men andelen synker kraftig utover og er fraværende på nivå 10. Norske selskaper øker fra nivå 4 og utover og står for 95 prosent av eierrelasjoner på nivå 10. Utenlandske selskaper og Ukjent utland øker frem til nivå 7, mens utenlandske personer har størst andel på nivå 8. Offentlig eierskap finnes kun på nivå 1–6 og utgjør svært små andeler, som regel under 2 prosent.

Indikatorene Styrevalgsrett og Bestemmende innflytelse har et lignende mønster. For Styrevalgsrett er det rundt 279 000 eierrelasjoner på nivå 1, mens Bestemmende innflytelse har 259 000 eierrelasjoner på nivå 1. Begge indikatorene ender med svært få eierrelasjoner på nivå 10, henholdsvis 32 og 20 eiere. Norske personer utgjør 56–61 prosent på nivå 1–2, mens norske selskaper overtar utover i strukturen og er eneste eiertype på nivå 10. Utenlandske selskaper er mest fremtredende på nivå 3–7, med andeler opp til rundt 14 prosent, og utenlandske personer har

høyest andel på nivå 6–7 for Styrevalgsrett. Kategorien Ukjent utland forekommer i små andeler på nivå 1–7. Offentlig eierskap er også her begrenset og finnes kun på de høyeste nivåene, hovedsakelig nivå 1–5, og utgjør gjennomgående under 2 prosent. Fordelingen av kategorien Bestemmende innflytelse er nesten identisk med kategorien Reelle rettighetshavere, ettersom Reelle rettighetshavere har en terskelverdi på over 50 prosent etter nivå 2.

Samlet viser de ulike indikatorene for kontroll over norske aksjeselskaper et tydelig mønster der ulike eiertyper karakteriseres av forskjellig eierkjedelengde. Norske personer dominerer eierskapet i de øverste nivåene, særlig nivå 1–3, noe som følger av at fysiske personer ikke kan fungere som mellomledd i en eierkjede og derfor alltid fremstår som ultimate eiere. Lenge ned i eierkjedene avtar antallet eierrelasjoner betydelig, samtidig som sammensetningen av eiergruppene endrer seg. På disse nivåene blir *norske* selskaper gradvis mer fremtredende, og på nivå 10 er de ofte den eneste gjestående eiertypen. Dette innebærer ikke at norske selskaper er ultimat eier. Tvert imot indikerer det at disse eierkjedene kan fortsette utover nivå 10. I praksis betyr dette at de aller lengste eierkjedene som kan observeres i norsk næringsliv, ikke er fanget opp i denne analysen. Imidlertid konvergerer antallet eierrelasjoner mot null på de dypeste nivåene, noe som indikerer at det ikke er metodisk hensiktsmessig å beregne lengre kjeder enn til og med nivå 10.

Utenlandske eiere, inkludert både personer, selskaper og ukjent utland, utgjør en mindre del av eierrelasjonene samlet sett, men er mest synlige på mellomnivåene før andelen avtar videre nedover i eierkjedene. Dette reflekterer både strukturelle forhold i eierhierarkiene og begrensninger i data, ettersom informasjon om utenlandske eiere stopper etter over første norske ledd. Offentlig eierskap og kategorien annet er gjennomgående lite representert og finnes hovedsakelig i de første leddene. Til tross for at indikatorene fanger ulike former for kontroll, viser de et konsistent bilde av hvordan eierskap konsentreres og forskyves gjennom eierkjedene.

6.2. Terskelverdi for kontroll

Ulike terskler brukes både i regelverk og forskning, og varierer fra strenge nivåer til mer inkluderende definisjoner av kontroll. I praksis innebærer dette at ulike terskler fanger opp ulike eiertyper og gir ulike bilder av hvem som utøver kontroll i norsk næringsliv. At terskelverdier varierer, betyr også at de empiriske resultatene vil variere. En lav terskel klassifiserer mange eiere som kontrollerende, mens en høy terskel derimot identifiserer langt færre. Derfor må den som måler kontroll tenke gjennom hvilken terskelverdi som brukes. Figur 6.1 viser at terskelverdier påvirker flere sentrale aspekter ved å definere kontroll.

Videre illustrerer figuren hvordan terskelvalget direkte endrer antallet kontrollerende eiere. Indikatorer med lavere terskler, som Klassisk og Direkte stemmerett, gir svært mange eierrelasjoner, spesielt på de øverste nivåene med flere millioner eierrelasjoner. Indikatorer basert på høyere terskler, som Styrevalgsrett og Bestemmende innflytelse, inkluderer langt færre. Dette viser at terskelverdien ikke er en nøytral operasjonalisering, men et premiss som former datagrunnlaget.

Terskelvalget har også betydning for hvilke eierkategorier som dominerer i analysen. Lave terskler fører til et bredt spekter av eiertyper, både norske personer, utenlandske personer, utenlandske selskaper og annet blir godt representert i alle nivåer. Når terskelen økes, faller mange av disse ut. Offentlig, annet og ukjent utland blir mindre synlige, norske personer og utenlandske personer forsvinner utover eierkjedene, og bildet blir dominert av norske selskaper. Jo høyere terskelverdi, desto smalere blir eierprofilen, spesielt langt ut i eierkjeden.

Samlet viser analysen at terskelverdien som brukes for å definere kontroll, i stor grad former hvordan eierstrukturer fremstår. Lave terskler gir et utvalg med mange ulike eiertyper, mens høyere terskler snevrer inn hvilke eiere som fanges opp og gjør at flere kategorier gradvis forsvinner utover

i eierkjedene. Utover i strukturen blir kontrollfordelingen i økende grad dominert av norske selskaper. Valg av terskelverdi er derfor et sentralt metodisk premiss, og ulike terskler gir ulike konklusjoner om hvem som faktisk kontrollerer norsk næringsliv.

Et viktig konseptuelt spørsmål er om ultimat eiers kontroll over et selskap avtar med avstanden gjennom eierkjeden. Svaret avhenger av hvordan man vektet direkte versus indirekte eierskap. På den ene siden kan man argumentere for at kontroll forplanter seg nedover i kjeden. En eier med 50 prosent i hvert ledd kontrollerer effektivt hele kjeden gjennom å kontrollere toppen – en slags delt konsernstruktur der kontrollen opprettholdes ledd for ledd. På den andre siden må denne eieren dele kontroll med stadig flere andre eiere jo lenger kjeden er. Tenk deg at eier A har 50 prosent i hvert ledd gjennom en lang eierkjede, mens eier B har 50 prosent direkte eierskap i selskap X nederst i kjeden. Her er det rimelig å vekte Bs kontroll tyngre enn As, fordi Bs innflytelse er umiddelbar og udelt av mellomliggende ledd. Denne forskjellen mellom direkte og indirekte eierskap blir særlig tydelig ved høyere terskelverdier, som vist i vedlegg D. Direkte eierskap beregner forholdet separat i hvert ledd, uavhengig av resten av kjeden, noe som trekker gjennomsnittlig eierandel ned sammenlignet med en beregning som følger hele kjeden.

6.3. Aksjeandel versus stemmeandel

Hovedfunnet når det gjelder andelstype er at antakelsen om én aksje lik én stemme holder godt i de aller fleste tilfeller. Forskjellene mellom de to målemetodene er neglisjerbare på aggregert nivå, men øker noe ved disaggregerte analyser og dypere nivåer i eierskapshierarkiet.

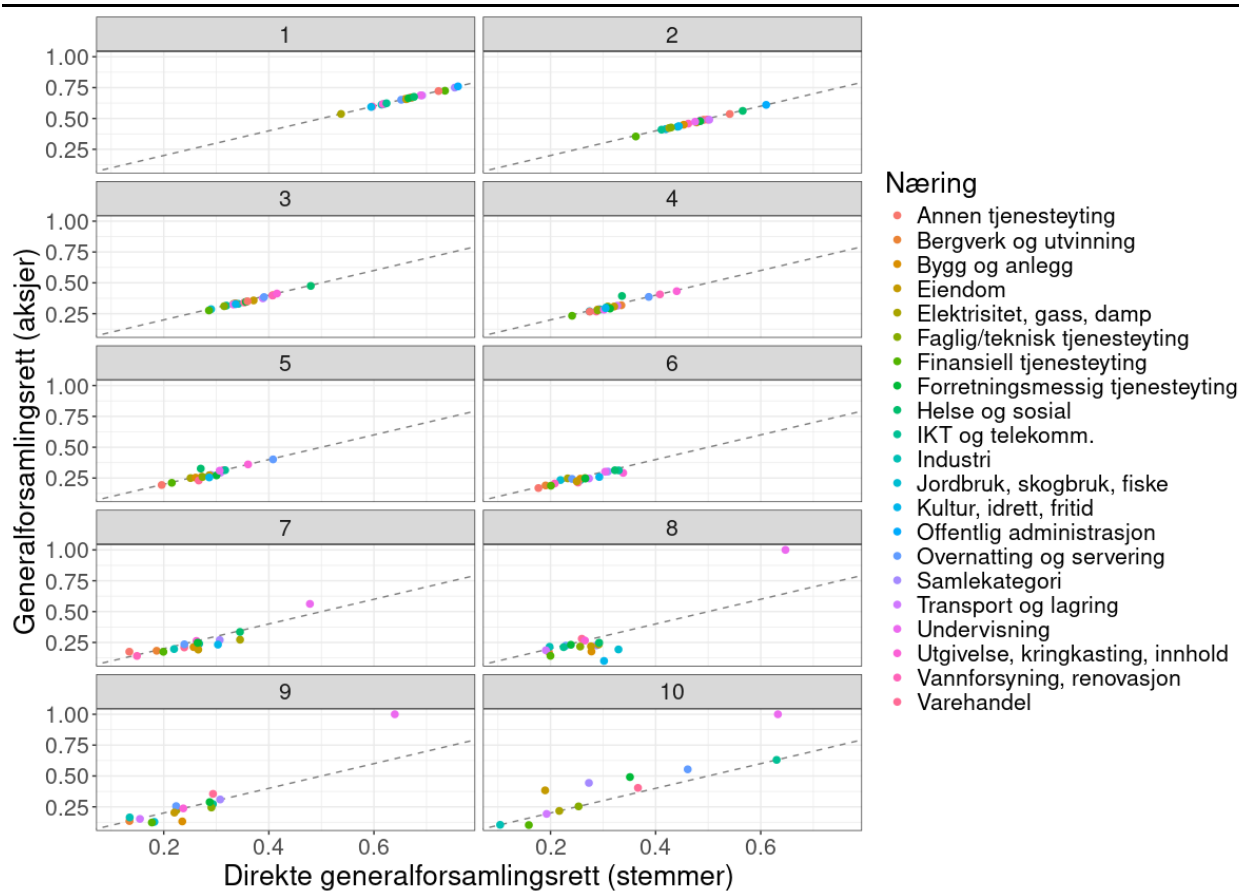
Figur 6.1 viser at det er svært liten forskjell mellom å bruke faktisk stemmeandel og å anta at én aksje gir én stemme. Ved en terskelverdi på 0 er resultatene praktisk talt identiske, på nivå 1 er det bare 6 634 færre eiere med Direkte stemmerett enn med Klassisk, og stemmeandelen er 0,1 prosentpoeng høyere. Ved en terskelverdi på 10 prosent er bildet det samme, med 2 229 flere eiere i den Klassiske målingen og 0,3 prosentpoeng høyere gjennomsnittlig stemmeandel når vi tar hensyn til faktiske stemmer. Vi undersøkte om dette mønsteret også holdt for høyere terskelverdier, og fant at også for Bestemmende innflytelse er forskjellene små (sammenlikning ikke vist her).

Jo lenger ned i eierskapshierarkiet vi går, desto mer har målemetodene å si. På nivå 10 er det for eksempel 50 775 eiere når vi bruker Klassisk måling mot 41 245 med Direkte stemmerett, og gjennomsnittlig kontroll er henholdsvis 0,148 og 0,222 prosent. Dette skyldes trolig at modellen velger ut og klassifiserer eiere på hvert nivå, slik at små forskjeller amplifiseres nedover i hierarkiet. Dette betyr at desto dypere eierskapshierarki man har, desto mer har forskjellen mellom aksje- og stemmeandel å si på mål av eierstyring og kontroll.

Figur 6.2 viser at dette også gjelder ved disaggregering over næringer. I de øvre nivåene er de to indikatorene svært like, men forskjellene vokser nedover i hierarkiet, særlig i næringer som «Samlekategori» (NACE 00), der mange familie- og privateide selskaper med utstrakt bruk av aksjeklasser befinner seg.

I praksis kan analytikere derfor i de fleste tilfeller anta at én aksje tilsvarer én stemme, noe som er fordelaktig ettersom innhenting av stemmedata via språkmodeller er tidkrevende og kostbart. Unntakene gjelder ved analyser av kontroll dypt i eierhierarkiet eller svært disaggregerte analyser, der vi anbefaler å vurdere om det er verdt å innhente stemmedata på aksjeklassenivå.

Figur 6.2 Gjennomsnittlig kontroll per næring målt ved generalforsamlingsrett og direkte generalforsamlingsrett fordelt på eierskapsnivå



Kilder: Aksjonærregisteret, Statistisk sentralbyrå.

7. Konklusjon

Denne studien har undersøkt hvordan ulike operasjonaliseringer av eierskap påvirker bildet av hvem som kontrollerer norske aksjeselskaper. Med utgangspunkt i aksjonærregisteret for 2022 har vi beregnet indirekte eierskap i eierkjeder med inntil ti nivåer. Deretter har vi konstruert åtte indikatorer for eierstyring som varierer langs to dimensjoner – terskelverdi og andelstype (aksjeandel versus stemmeandel) – og sammenlignet eierkonsentrasjonen på tvers av syv eierkategorier.

Vi trekker frem to hovedfunn. For det første viser analysen at valg av terskelverdi i stor grad former bildet av eierskapsstrukturen. Det er derfor viktig å ta stilling til om eiere må ha eksempelvis minst 10 prosent, halvparten eller to tredjedeler av aksjene for å kunne utøve eierstyring eller i det minste en viss grad av innflytelse. Dette valget avhenger av hva man faktisk undersøker, ettersom ulike terskelverdier gir eiere ulik form for kontroll, for eksempel rett til å kalle inn til generalforsamling eller rett til å blokkere beslutninger. Operasjonaliseringen av terskelen påvirker også både hvor mange og hvilke typer eiere som identifiseres som kontrollerende.

Lave terskler gir et bredere og mer mangfoldig eierbilde, mens høyere terskler snevrer inn utvalget betydelig. Dette gjelder særlig lenger ute i eierkjedene, der kontrollfordelingen i økende grad domineres av norske selskaper. Valg av terskelverdi er dermed et sentralt metodisk premiss som forskere og statistikkprodusenter bør begrunne eksplisitt, siden ulike terskler kan gi vesentlig ulike konklusjoner om hvem som faktisk kontrollerer norsk næringsliv.

For det andre har valget mellom aksjeandel og stemmeandel svært liten betydning for eierfordeling og antall. Selv om enkelte selskaper har betydelig avvik mellom aksjeandel og stemmeandel (A-aksjer kan eksempelvis gi hundrevis av stemmer per aksje) utgjør disse selskapene et lite mindretall av totalpopulasjonen. For analyser av den samlede eierskapsstrukturen i norsk næringsliv viser vi at den enklere antakelsen om én aksje lik én stemme ofte gir et tilstrekkelig bilde. Unntakene gjelder ved analyser av kontroll dypt i eierhierarkiet, der små forskjeller amplifiseres nedover nivåene, eller ved svært disaggregerte analyser, særlig i næringer der mange familie- og privateide selskaper med utstrakt bruk av aksjeklasser befinner seg. I slike tilfeller anbefaler vi å vurdere om det er verdt å innhente stemmedata på aksjeklassenivå.

Studien har enkelte begrensninger. Vi fanger ikke opp koalisjoner mellom aksjonærer, som kan gi koordinert kontroll utover det individuelle eierandeler tilsier. Videre er stemmerettsdata for selskaper med flere aksjeklasser hentet fra årsrapporter ved hjelp av en stor språkmodell, og selv om valideringen viser høy presisjon, kan det forekomme feil i ekstraksjonene som vi ikke har fanget opp. Aksjonærregisteret gir dessuten ikke informasjon om eierforhold mer enn ett ledd utenfor Norge, og vi mister derfor eierkjeder som går til eller gjennom utlandet. Endelig er analysen basert på data for ett enkelt år (2022), og vi kan dermed ikke si noe om utviklingen over tid.

Referanser

- Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One share-one vote: The empirical evidence. *Review of Finance*, 12(1), 51–91. <https://doi.org/10.1093/rof/rfn003>
- Aglietta, M., & Reberioux, A. (2005). *Corporate governance adrift: A critique of shareholder value*. Edward Elgar Publishing.
- Aguilera, R. V., Crespi-Cladera, R., Martín-Oliver, A., & Pascual-Fuster, B. (2025). Ownership, control, and productivity: Family firms in comparative perspective. *Journal of Management*, 51(8), 3321–3351. <https://doi.org/10.1177/01492063241259964>
- Aguilera, R. V., Marano, V., & Haxhi, I. (2019). International corporate governance: A review and opportunities for future research. *Journal of International Business Studies*, 50, 457–498. <https://doi.org/10.1057/s41267-019-00232-w>
- Aksjeloven. (1997). Lov om aksjeselskaper (LOV-1997-06-13-44). Lovdata. [Lov om aksjeselskaper \(aksjeloven\) - Lovdata](#)
- AksjeNorge. (u.å.). Minileksikon. AksjeNorge.
- Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *Journal of Finance*, 61(6), 2637–2680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01001.x>
- Becht, M., Bolton, P., & Röell, A. (2003). Corporate governance and control. I G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (red.), *Handbook of the economics of finance* (vol. 1A, s. 1–109). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01005-7](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01005-7)
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., & Triantis, G. (2000). Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. I R. K. Morck (red.), *Concentrated corporate ownership* (s. 295–318). University of Chicago Press.
- Ben-Amar, W., & André, P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3–4), 517–543. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00613.x>
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Macmillan.
- Borisova, G., Brockman, P., Salas, J. M., & Zagorchev, A. (2012). Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 2917–2933. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.008>
- Brønnøysundregistrene. (2024). Veileder reelle rettighetshavere. Brønnøysundregistrene.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Certo, S. T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561–1589. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x>
- Dai, N. (2007). Does investor identity matter? An empirical examination of investments by venture capital funds and hedge funds in PIPEs. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 538–563. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.04.003>

- Dam, L., & Scholtens, B. (2012). Does ownership type matter for corporate social responsibility? *Corporate Governance: An International Review*, 20(3), 233–252. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00907.x>
- De La Cruz, A., Medina, A., & Tang, Y. (2019). Owners of the world's listed companies. OECD Capital Market Series.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177. <https://doi.org/10.1086/261354>
- Dunlavy, C. A. (1998). Corporate governance in late 19th-century Europe and the U.S.: The case of shareholder voting rights. I K. J. Hopt m.fl. (red.), *Comparative corporate governance* (s. 5–39). Clarendon Press.
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365–395. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)
- Gåsemyr, H. J., & Medin, H. (2021). Utenlandske direkteinvesteringer og eierskap i Norge (NUP Working Paper 895). Norsk Utenrikspolitisk Institutt.
- Hirschman, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*. Harvard University Press.
- Hooy, G.-K., Hooy, C.-W., & Chee, H.-K. (2020). Ultimate ownership, control mechanism, and firm performance: Evidence from Malaysian Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(15), 3805–3828. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1584101>
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. A., Johnson, R. A., & Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45(4), 697–716. <https://doi.org/10.5465/3069305>
- Hvitvaskingsloven. (2028). Lov om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering (LOV-2018-06-01-23). Lovdata. Lov om tiltak mot hvitvasking og terrorfinansiering (hvitvaskingsloven) - Lovdata
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Johnsen, P. F. F., & Grünfeld, L. (2023). Privat eierskap i Norge 2021. Menon Economics. Johnsrud, T. (2025). Slik overfører du aksjer til neste generasjon uten å miste kontrollen. Formue.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Laeven, L., & Levine, R. (2008). Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*, 21(2), 579–604. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm068>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Skjold, D. O. (2023). Hvilke konsekvenser har utenlandsk eierskap for den norske samarbeidsmodellen? *Tidsskrift for samfunnsforskning*, 64(1), 5–21. <https://doi.org/10.18261/tfs.64.1.1>
- Styreforeningen. (2022). Ord og uttrykk innen aksje-, verdipapir- og børshandel. Styreforeningen.

Vedlegg A: Klassifisering av eiertyper

Tabell A1 **Klassifisering av eiertyper**

Sektor	Offentlig	Annet	Person	Person utland	Selskap	Selskap utland	Ukjent utland
1120	17132	0	0	0	0	0	0
1510	460	0	0	0	0	0	0
1520	15384	0	0	0	0	0	0
2100	0	33	0	0	2984761	123428	0
2300	0	0	0	0	6445	47	0
2500	0	0	0	0	11439	0	0
3100	41	0	0	0	0	0	0
3200	0	15	0	0	43618	301	0
3500	0	0	0	0	4	2	0
3600	0	0	0	0	20	8	0
3900	23	0	0	0	0	0	0
4100	0	0	0	0	2226	3663	0
4300	0	0	0	0	186625	0	0
4500	0	0	0	0	19315	143	0
4900	31	0	0	0	779109	42404	0
5500	24	0	0	0	56580	10515	0
5700	2508	0	0	0	11748	10	0
6100	30214	0	0	0	0	0	0
6500	63854	0	0	0	0	0	0
7000	0	128762	0	0	0	0	0
8200	0	0	4	0	0	0	0
8300	0	309	0	0	0	0	0
8500	0	0	8268723	0	0	0	0
8900	0	63955	12362	0	0	0	0
9000	0	0	0	220247	0	2726	1364703

Kilder: Aksjonærregisteret, Statistisk sentralbyrå.

Vedlegg B: LLM prompt

Dette PDF-dokumentet består av skannede sider fra et årsregnskap. Sidene kan være på norsk eller engelsk.

Hent ut informasjon om aksjer og aksjeklasser i selskapet. For hver aksjeklasse skal kun informasjon som eksplisitt fremgår av dokumentet brukes.

For hver aksjeklasse skal følgende registreres:

1. klasse:
Navnet på aksjeklassen, for eksempel A, B eller C.
2. rettigheter:
Oppgi én eller flere av følgende dersom eksplisitt nevnt:
 - Kontroll (definert som stemmerett)
 - Økonomisk avkastning (definert som rett til utbytte)
 - AnnetHvis rettigheter ikke er oppgitt, bruk null.
3. stemmer_per_aksje:
Numerisk verdi dersom oppgitt. Hvis ikke, bruk null.
4. stemmer_per_aksje_enhet:
Angi "antall" eller "andel". Hvis ikke oppgitt, bruk null.
5. eiere:
En liste over alle eiere av aksjene i klassen. For hver eier skal følgende registreres:
 - navn: Navn på eieren (person eller selskap)
 - antall_aksjer: Numerisk, eller null hvis ikke oppgitt
 - stemmer_per_eier: Numerisk antall eller andel, eller null
 - stemmer_per_eier_enhet: "antall" eller "andel", eller null
 - eierandel: Prosentandel, numerisk, eller null
 - eierandel_enhet: "antall" eller "andel", eller null
 - organisasjonsform: Hvis oppgitt, ellers null
 - land: Hvis oppgitt, ellers null

Modellen skal ikke anta, gjette eller utlede informasjon som ikke eksplisitt står i dokumentet.

Returner kun gyldig JSON med følgende struktur:

```
{
  "aksjeklasser": [
    {
      "klasse": "A",
      "rettigheter": ["Kontroll"],
      "stemmer_per_aksje": 1,
      "stemmer_per_aksje_enhet": "antall",
      "eiere": [
        {
          "navn": "Eier 1",
          "antall_aksjer": 1000,
          "stemmer_per_eier": 0.69,
          "stemmer_per_eier_enhet": "andel",
          "organisasjonsform": "AB",
          "land": "Sverige"
        }
      ]
    }
  ]
}
```

Hvis dokumentet ikke inneholder informasjon om aksjeklasser eller eiere, returneres:

```
{  
  "aksjeklasser": []  
}
```

Vedlegg C: Aksjeklasser

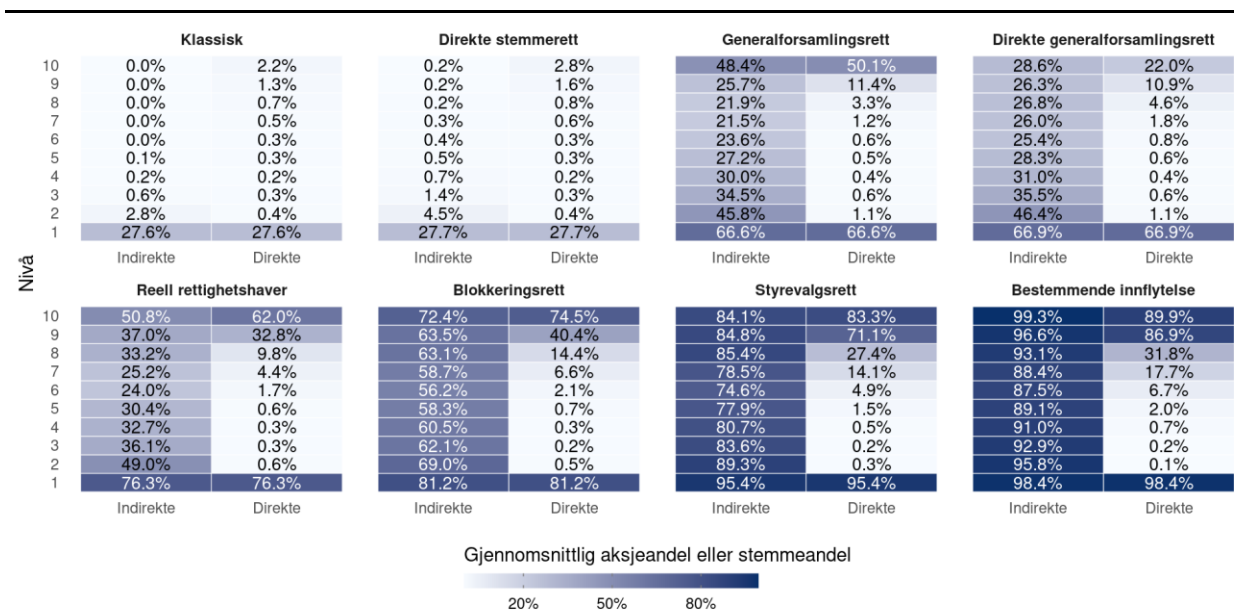
Tabell C1 Aksjeklasser i aksjonærregisteret med SSB-kategori og beskrivelse, samt andel av aksjene i hver aksjeklasse

Aksjeklasse	SSB-kategori	Beskrivelse	Andel av aksjene i hver klasse (2022)
01	Ordinære	Vanlige aksjer med standard rettigheter	97.70 %
02	Preferanse	Aksjer med fortrinnsrett til utbytte	0.12 %
03	A	A-aksjer, ofte med høyere stemmerett	1.08 %
04	B	B-aksjer, gjerne lavere eller høyere stemmerett	1.02 %
05	C	C-aksjer, egen klasse med særskilte rettigheter	0.07 %
06–13	D–J + ekstraordinær	Diverse øvrige minoritetsklasser	0.05 %

Kilder: Aksjonærregisteret, Statistisk sentralbyrå.

Vedlegg D: Indirekte og direkte eierskap

Figur D1 Sammenlikning av gjennomsnittlig indirekte og direkte eierskap per nivå i eierkjeden for hver eierindikator



Kilder: Aksjonærregisteret, Statistisk sentralbyrå.