

Kommer i Einar Hope (ed): *Næringspolitikk for en ny økonomi*

Fagbokforlaget, 2002

Norsk eierskap: Særtrekk og sære trekk¹

av

Øyvind Bøhren og Bernt Arne Ødegaard²

Institutt for finansiell økonomi

Handelshøyskolen BI

24 april 2002

1. Innledning

Spiller eierskap noen rolle for økonomisk virksomhet? Internasjonale eierstrukturer og norsk eierregulering tyder på at i følge manges mening er svaret på dette spørsmålet ja. Eksempelvis har nasjonale eiere majoritet i landets største bank i nesten alle europeiske land. I Norge får ingen enkeltinvestor eie mer enn 10% av egenkapitalen i en finansinstitusjon så sant ikke andelen er minst 90%. Et aksjefond kan eie maksimalt 10% uansett hva slags selskap det investerer i. I børsnoterte selskaper må den som passerer bestemte eierterskler offentliggjøre dette (flaggingsregler) og tilby å kjøpe ut alle andre eiere i selskapet (budpliktsregler).³

¹ Dette kapitlet er basert på arbeid innenfor forskningsprosjektet *Corporate Governance*, som gjennomføres ved Institutt for finansiell økonomi ved Handelshøyskolen BI. De to underliggende publikasjonene for dette kapitlet er Ø. Bøhren og B.A. Ødegaard, "The ownership structure of Norwegian firms: Characteristics of an outlier", research report no. 13, Norwegian School of Management BI, 2000, og Ø. Bøhren og B.A. Ødegaard, "Patterns of corporate ownership: Insights from a unique data set", *Nordic Journal of Political Economy*, 27, 2001, 55-86. Fylldige referanser finnes i begge publikasjoner og er derfor utelatt i sin helhet i dette kapitlet. Nettstedet <http://finance.bi.no/~governance> beskriver aktivitetene i *Corporate Governance* prosjektet og gir en oversikt over publikasjonene.

² Takk til Einar Hope for mange innsiktsfulle kommentarer.

³ Finansdepartementet kan gi tidsbegrensede unntak fra 10/90 regelen for eierskap i finansinstitusjoner. Etter påtrykk fra EFTAs overvåkingsorgan ESA foreslår Selvig-utvalget (NOU 2002-3) å endre dette systemet til en EU-inspirert, skjønnsbasert ordning. Da skal myndighetene i hvert tilfelle vurdere effekten på bl.a. konkurransen i næringen og uavhengigheten mellom eieren og finansinstitusjonen. Eieren må søke om slik tillatelse ved passering av 10% andel og deretter ved hver femte nye prosent. Reglene om

Nylige begivenheter i norsk næringsliv reflekterer samme tro på at egenkapital ikke først og fremst er kapital, men eierskap, og at visse eierstrukturer er mer verdiskapende enn andre. Dette poenget er spesielt slående nettopp i vårt land, hvor problemet ikke er landets samlede evne til å reise kapital, men hvem det er som eier denne kapitalen og hvordan eierrettighetene til kapitalen utøves. Delprivatiseringen av Telenor, Statoil og SDØE ble da heller ikke gjennomført fordi staten ønsker en mer likvid formue eller en mer diversifisert eiendelsportefølje, slik en kunne ha ventet i et land med så ensidig samfunnsøkonomi som vår, men med fattigere offentlig sektor. Eierskiftet skjer fordi tilstrekkelig mange stortingsrepresentanter tror at disse selskapene vil bli bedre drevet når den statlige eieren erstattes av private. De samme stortingsrepresentanter mener tydeligvis også at store eieres nasjonalitet har betydning for selskapets drift. Derfor gikk staten i mot at finske Sampo overtar Storebrand, og derfor sitter staten fortsatt med en tredels blokkerende minoritet i DnB. Hensikten med DnB investeringen er nok dessuten ikke å utøve aktivt statlig eierskap i DnB, men snarere å hindre at internasjonale eiere får muligheten til det.

Blant private eiere illustrerer de nylige rettssakene i Aker RGI og i Norway Seafoods at selv om store eierandeler gir makt, kan små eiere med lovens minoritetsvern i hånd kreve sin rett når de mener den store eieren forsyner seg av selskapets verdier på de smås bekostning. Mens dette dreier seg om konflikter eierne i mellom, illustrerte det nylige presset på styreendringer og lederskifte i Orkla en uenighet mellom ledelsen og noen store eiere. Endelig reflekterte dragkampen mellom Kværners styre og storeieren Aker Maritime en konflikt både eierne i mellom og mellom eierne og ledelsen.

Disse eksemplene antyder at visse trekk ved eierskapet kan påvirke både hva selskapet gjør med investeringer og drift, hva eierne gjør med hverandre, og hvordan eierne forholder seg til selskapets ledelse. Eksemplene illustrerer også at disse virkningene dreier seg om to strukturelle trekk ved eierskapet. Det første er *eiertype*, dvs. hvem egenkapitalinvestor er, slik som statlig kontra privat, nasjonal kontra internasjonal og institusjonell kontra individuell. Det andre trekket er

aksjefonds maksimalandel på 10% muliggjør også unntak, og en viktig restriksjon i reglene ble fjernet i 2001. Inntil da kunne et fond eie inntil 10% av aksjekapitalen i et selskap, men maksimalt stemme for 5%.

eierkonsentrasjon, dvs. hvilken makt de største eierne har i forhold til hverandre, i forhold til de mindre eierne, og i forhold til lov- og vedtektsbestemte rettigheter og plikter. Siden det eksisterer lite systematisert kunnskap om det norske eierskapet, er formålet med dette kapitlet å beskrive sentrale kjennetegn ved eiertyper og eierkonsentrasjon i norske børsnoterte selskaper. Vi vil også sette våre funn opp mot tilsvarende internasjonale mønstre der slike data finnes. Denne sammenligningen vil avdekke to norske særtrekk som er så spesielle at de kvalifiserer for betegnelsen sære trekk: Det personlige (direkte) eierskapet i Norge er usedvanlig beskjedent, og eierkonsentrasjonen er oppsiktsvekkende lav.

Neste avsnitt diskuterer eierskapets funksjon i et selskap der eierne ikke har den daglige kontroll, og vi gjennomgår litt teori samt populæroppfatninger om hvordan eierskap og verdiskaping henger sammen. Vi illustrerer også hvordan norsk regulering og næringspolitikk setter rammer for eierskapet. Avsnitt 3 presenterer våre funn om eiertyper, mens eierkonsentrasjon er tema i avsnitt 4. På basis av de to sære trekkene diskuterer det avsluttende avsnitt 5 hvordan disse kan ha oppstått, hva slags konsekvenser de kan tenkes å ha for verdiskapingen og hvilket perspektiv de gir på fremtidig næringspolitikk om eierskap.

2. Eierskap som verdikilde

I økonomisk forstand er eierskap en produksjonsfaktor. Eierstrukturen inngår i en flerledds årsaks-virkningskjede, fra eierskap via styre og daglige ledelse til selskapets verdiskaping. Denne tankegangen er skissert i figur 1, hvor det grunnleggende spørsmålet om eierskap som verdikilde er hva som skjer med verdiskapingen på høyresiden i figuren hvis vi endrer eierstrukturen på figurens venstreside.



Figur 1: Forholdet mellom eierskap, styre, ledelse og verdiskaping.

Selv om temaet for dette kapitlet bare er komponenten helt til venstre i figur 1, vil begrunnelsen for å studere visse eieregenskaper fremfor andre komme fra

forestillinger om sammenhengen mellom eierstruktur og verdiskaping. I dette avsnittet gjennomgår vi hvordan både populæroppfatninger og offentlig eierregulering implisitt forutsetter at eiertyper og eierkonsentrasjon påvirker verdier på bestemte måter. Vi gir også en kort oversikt over hva økonomisk teori sier om disse to eieregenskapene.

Norsk politikk overfor *eiertyper* har lenge reflektert en skepsis til utlendinger. I lys av figur 1 må den økonomiske begrunnelsen i så fall være at norske selskaper med eiere uten norsk bopel tar samfunnsøkonomisk sett dårligere beslutninger enn tilsvarende selskaper uten slike eiere. Inntil EØS-avtalen påla Norge å fjerne eierdiskrimineringen av utlendinger i 1995, kunne utenlandske investorer som gruppe ikke eie mer enn en tredel av stemmeberettiget kapital i et norsk aksjeselskap. Tilsvarende eksisterer det fortsatt en politisk idé om at spesielt de aller største selskapene innen bank og forsikring ikke skal domineres av utenlandske eiere. Som nevnt innledningsvis er staten villig til å bruke både kapital og regulering for å hindre utenlandsk kontroll i DnB og Storebrand. Det er imidlertid også verd å merke seg at Norges politikk på dette området ikke er noe særsyn. Favorisering av nasjonale eiere i spesielle selskaper innen utvalgte næringer er snarere regelen enn unntaket i de fleste land. Like fullt er det grunn til å tro at den slags næringspolitikk vil få trangere kår etter hvert som EU skaper mer homogene konkurransevilkår og friere kapitalbevegelser innenfor de europeiske kapitalmarkedene.

Populæroppfatningen om eiertyper går særlig på dimensjonen statlig-privat, hvor det virker som om stadig flere slutter seg til påstanden om at privat eierskap skaper større bedriftsøkonomiske verdier enn statlig. Argumentene er gjerne oppfatninger om at staten er fraværende eller passiv i styrerommet, at de få som er der fra statlig side ikke er fortrolig med privat forretningsdrift, at offentlige beslutningsprosesser går for sakte, at statlige eiere aksepterer bedriftsøkonomisk svake løsninger for å nå politiske mål, og at staten ikke greier å skille rollene som eier og reguleringsmyndighet innen visse næringer, slik som i bank og forsikring.

Teorien om forholdet mellom eiertype og verdiskaping kommer i stor grad fra den såkalte prinsipal-agent modellen (agentteorien), hvor utgangspunktet er et selskap der eierne (kalt prinsipalen) har overlatt beslutningsmyndighet til styret og ledelsen (kalt

agenten). Det har derfor oppstått et skille mellom eierskap og kontroll gjennom delegering av makt fra venstre mot høyre i figur 1. Agentteorien hevder at dersom ikke eierne sørger for at ledelsen stilles overfor de rette gulrøtter og pisker, vil ikke ledelsen ta beslutninger som er til eiernes beste. Dette verditapet kalles agentkostnader. I et slikt perspektiv blir den sentrale eieroppgaven å minimere agentkostnadene ved å sørge for at styret ansetter og avskjediger ledere på en måte som skaper størst mulig verdier for eierne.

Agentteorien tilsier at det direkte (personlige) eierskapet er det mest verdiskapende. Denne eiertypen innebærer nemlig at agenten disiplineres (overvåkes) direkte av prinsipalen. Ved indirekte eierskap, slik som ved statlige eller institusjonelle eiere, er det derimot flere lag med agenter mellom prinsipalen og den agenten som skal overvåkes. Da blir det agenter som skal disiplinere agenter, og ingen av dem er de egentlige eiere. Er jeg eksempelvis aksjonær i Orkla, kan jeg selv kommunisere med ledelsen som eier og bruke min forslags-, tale- og stemmerett på generalforsamlingen. Hvis jeg derimot eier de samme aksjene indirekte gjennom et aksjefond, er det aksjefondets ansatte som utøver eierfunksjoner i Orkla på mine vegne. Adam Smith mente allerede for 225 år siden at menneskets natur er såpass skrøpelig at folk flest forvalter egne penger bedre enn andres.

Til dette kan man innvende at selv om indirekte eiere mangler sentrale styringsinsentiver, kan de kompensere for denne svakheten ved å være mer kompetente som eiere enn den lille, personlige investor. Teoretisk sett kan derfor insentiv-ulempene ved indirekte eierskap mer enn oppveies av høyere profesjonalitet og bedre tilgang på informasjon. Det er særlig ved institusjonelt eierskap som aksjefond og pensjonsfond at en hører slike argumenter.

Innsidere er en helt spesiell eiertype. Begrepet innsidere brukes gjerne om eiere med potensielt lettere tilgang enn andre på kursrelevant informasjon. I tråd med logikken i figur 1 bør vi spesielt studere eierskapet hos selskapets ledelse og styre, som gjerne kalles primærinnsidene. Agentteorien hevder her at agentkostnadene kan reduseres ved å sørge for at særlig ledelsen har så store eierposter at de økonomisk sett føler seg i samme båt som de andre eierne. Tanken er at når ledelsens eierandel blir tilstrekkelig stor, forsvinner hele agentproblemet fordi det ikke lenger er noe

skille mellom eierskap og kontroll. Dermed elimineres også behovet for at eiere som ikke deltar i daglig drift skal disiplinere selskapets ledelse. Høyt innsideeierskap er derfor et substitutt for overvåking fra utsiden.

Går vi så over fra eiertyper til *eierkonsentrasjon*, er populæroppfatningen at smått er bedre enn stort, trolig fordi mye makt lukter av stor kapitalist og lite demokrati. Slike tanker finnes også i Stortinget, hvor politikere har antydnet at Statoil kunne privatiseres ved å gi én aksje til hver nordmann. Denne ekstremvarianten av folkeaksjetanken ville altså gi Statoil den minst konsentrerte eierstruktur det er mulig å ha innenfor rammen av nasjonalt eierskap. Samme skepsis mot mye makt på én hånd finner vi i lovreguleringen av eierkonsentrasjon i norske finansinstitusjoner.

På teorisiden sier prinsipal-agent modellen at i alle fall opp til et visst nivå er eierkonsentrasjon av det gode. Bare store eiere har økonomiske insentiver til å investere mye tid og penger i å disiplinere ledelsen, og bare slike eiere har makt til å sette sin vilje gjennom på generalforsamlingen. I følge agentteorien blir det derfor ikke noe trykk fra venstre mot høyre i figur 1 før noen eiere er store. Det finnes imidlertid også kostnader ved konsentrert eierskap. Eksempler er dårlig risikospredning for den eieren som har satset mye av sin formue på ett eneste selskap, redusert likviditet i aksjene fordi så mange av dem er ute av omsetning, og store eiere som favoriserer seg selv på minoritetens bekostning.⁴ Dessuten hviler hele disiplineringslogikken på den implisitte forutsetning at store eiere vet sitt eget beste i den forstand at når de disiplinere ledelsen, har eierne minst like god forstand på verdiskapende virksomhet som hva ledelsen har. Ikke alle ledere deler denne oppfatningen, selv om dette ikke betyr at de har rett. Overbeviste agentteoretikere ville faktisk si at det er nettopp fordi ledere hevder dette at eierne har et agentproblem.

I dette avsnittet har vi med utgangspunkt i figur 1 argumentert med at eierskap kan sees på som en kilde for verdiskaping. Både teoretiske begrunnelser, observert næringspolitikk og allmenne samfunnsoppfatninger tilsier at det er eierens identitet (eiertype) og eierandelens størrelse (eierkonsentrasjon) som er de to sentrale

⁴ Disse kostnadene ved konsentrert eierskap er også relevante ved høyt innsideeierskap. Eksempelvis kan primærinnsiderne bruke sin generalforsamlings- og styremakt til å beskytte egne posisjoner i selskapet.

egenskapene ved et selskaps eierstruktur. I neste avsnitt presenterer vi hovedmønstrene om eiertyper i vår empiriske undersøkelse.

3. Eiertyper

Vi har allerede argumentert for at offentlige, internasjonale, institusjonelle (finansielle) og personlige eiere er eiertyper som bør studeres nøye. For å få med nasjonale eiere som verken er statlige, finansielle eller personlige, inkluderer vi industrielle eiere som den femte eiertypen. Dette er altså indirekte eierskap gjennom norske, private selskaper som ikke er finansinstitusjoner. Til sammen eier dermed disse fem eiertypene 100% av egenkapitalen.

Våre data skriver seg fra eierstrukturen ved årsslutt i samtlige norske børsnoterte selskaper i perioden 1989-1997. Tabell 1 viser de verdiveide eierandelene for dette utvalget på tvers av selskaper og år. Verdiveiingen medfører at et tall i tabellen viser den andel vedkommende eier i gjennomsnitt hadde av samlet markedsverdi av egenkapitalen på Oslo Børs.

<i>Eiertype</i>	<i>Totalt</i>	<i>Selskapstype</i>			
		<i>Industri</i>	<i>Finans</i>	<i>Shipping</i>	<i>SMB</i>
<i>Offentlig</i>	18	23	23	1	2
<i>Internasjonal</i>	31	33	24	28	27
<i>Institusjonell</i>	18	18	18	18	16
<i>Industriell</i>	23	17	26	41	33
<i>Personlig</i>	10	9	9	12	22

Tabell 1: Gjennomsnittlige eierandeler i norske børsnoterte selskaper 1989-1997. Andelene er verdiveide.

Totaltallene for alle selskaper i andre kolonne vil være velkjent for de fleste avislesere. De viser at internasjonale eiere er den største eiertypen på Oslo Børs, slik de har vært det siden midten av 1980-tallet.⁵ Mens de internasjonale eier nesten en tredel av totalverdien og har holdt denne andelen omtrent uendret gjennom hele undersøkelsesperioden, er de personlige eierne i en helt annen situasjon. De har den

⁵ Det internasjonale eierskapet i tabellen reflekterer alle de fire andre eiertypene i tabellen som ikke har norsk bopel. Som vi skal begrunne senere, bør dagens internasjonale eierskap i Norge først og fremst betraktes som institusjonelt.

laveste andelen blant de fem eiertypene, og andelen har falt gradvis over tid; fra 12% i 1989 til 8% i 1997. Offentlige eiere har i gjennomsnitt eid 18% av verdiene, og andelen har variert betydelig over tid på grunn av statens redningsaksjoner av store banker i begynnelsen av 1990-årene.⁶

Institusjonelle eiere er banker, forsikringsselskaper, aksjefond og pensjonsfond. I vår undersøkelsesperiode hadde bankene ubetydelig eierskap i norske børsnoterte selskaper. De institusjonelle eierne som betydde noe var derfor forsikringsselskaper og aksjefond. Av disse to kategoriene opprettholdt forsikring stort sett sin andel gjennom perioden, mens aksjefondene økte andelen hvert eneste år. Ved utløpet av perioden eide aksjefond 8% av egenkapitalen på Oslo Børs. Dette tilsvarte omtrent forsikringsselskapenes andel.

Selv om internasjonale investorers andel har holdt seg stabil over tid, har de blitt stadig mer anonyme og fraværende som eiere. Det viser seg nemlig at mens ca 5% av det internasjonale eierskapet skjedde via såkalte nominee (forvalter) konti i 1989, var dette tallet steget til drøye 50% i 1997. Eiere av aksjer registrert på en nominee konto kan ikke utøve sin stemmerett uten å flytte aksjen fra nominee-kontoen til direkte registrering. Det mønsteret vi observerer innebærer derfor at stadig flere internasjonale investorer frivillig gir avkall på sin viktigste disiplineringsmekanisme overfor sin agent. Vi finner også at selv om det reguleringsmessige taket på internasjonalt eie av stemmeberettigede A-aksjer ble fjernet i 1995, satt internasjonale eiere fortsatt med nesten halvparten av de stemmerettsløse B-aksjene to år etter frislippet. Begge funn tyder på at internasjonale investorer i norske børsnoterte selskaper ikke primært har som mål å drive aktiv eierstyring, men heller å redusere sin porteføljerisiko ved å spre investeringene passivt over mange land.

Den høyre delen av tabell 2 viser at noen eiertyper har forkjærlighet for bestemte selskapstyper. Mens internasjonale og institusjonelle eiere ikke har denne egenskapen, er offentlig eierskap nesten fraværende i shipping og SMB (små og mellomstore bedrifter). Indirekte eierskap gjennom industrielle selskaper er utbredt i

⁶ Våre data viser at statens samlede eierandel i børsnoterte banker steg fra 0% i 1989 og 1990 til et maksimum på 40% i 1993, og at den fortsatt var 37% i 1997. Største statlige eierandel i en enkeltbank lå under 1% de to første årene, økte til 20% i 1991, nådde 71% to år senere og holdt seg over 50% i resten av perioden.

shipping, mens personlig eierskap er overrepresentert i SMB. Denne store personlige eierandelen i SMB gikk sammen med en gradvis nedtrapping av personlig eierskap i finans og shipping. Mens personlig eierandel i finans og shipping i 1989 var henholdsvis 18% og 17%, var andelen i begge næringer falt til 6% i 1997.

De fem eiertyperne kan omgrupperes på flere måter, hvorav én er å skille ut primærinnsiderne som egen kategori. Da finner vi at primærinnsiderne har 4%, at styremedlemmene står for tre av disse fire prosentene, og at det aller meste av ledelsens ene prosent tilhører daglig leder alene. Disse mønstrene viser at i gjennomsnitt er det bare en liten del av selskapets eiere som deltar i styrearbeidet, at ledelsens eierandel normalt er en uvesentlig maktkilde, og at eierskapet er skjevt fordelt innenfor ledergruppen. For øvrig har primærinnsiderne markant lavere eierandel i finansnæringen enn andre steder. Det er ingen slående forskjeller i innsideeierskap mellom de andre selskapstypene.

Vi vet fra tidligere forskning at krysseierskapet i Norge periodevis har vært blant det høyeste i Europa.⁷ Eksempelvis var i 1985 hele 22% av norsk børsnotert egenkapital eid av andre norske børsnoterte selskaper. Våre data for 1989-1997 viser at dette bildet har endret seg radikalt. Det årlige gjennomsnittstallet i vår undersøkelsesperiode er 14%, og andelen faller år for år mot sitt laveste nivå på 4% i 1997. Vi har ingen klar formening om hva dette skyldes, men det reflekterer uansett at denne varianten av indirekte eierskap ikke lenger har særlig betydning i børsnoterte selskaper flest.

De mønstrene vi har skissert i dette avsnittet sier ingen ting om hvorvidt fordelingen over eiertyper i Norge er typisk eller atypisk i et internasjonalt perspektiv. Ei heller forteller de om eierstrukturen er god eller dårlig for verdiskapingen. For å få en innsikt i den første problemstillingen sammenligner vi Norge med tilsvarende tall fra tolv europeiske land i tabell 2. Dataene skriver seg fra 1997 for Norge og fra ett av årene i perioden 1993-1997 for de andre landene. Tallene

⁷ Ø. Bøhren and D. Michalsen, "Intercorporate shareholdings and market aggregates. Oslo Stock Exchange 1980-1990", *Journal of Banking and Finance* 18, 1994, 687-704. Ø. Bøhren and Ø. Norli, "Determinants of intercorporate shareholdings", *European Finance Review* 1, 1997, 265-287.

i parentes for Europa ex. Norge viser laveste og høyeste eierandel på tvers av disse landene.⁸

<i>Eiertype</i>	<i>Norge</i>	<i>Europa ex. Norge</i>
<i>Offentlig</i>	14	8 (0-24)
<i>Internasjonal</i>	32	21 (2-37)
<i>Institusjonell</i>	21	25 (9-58)
<i>Industriell</i>	25	18 (6-31)
<i>Personlig</i>	8	28 (15-57)

Tabell 2: Eierandeler for fem eiertyper i Norge og i 12 andre europeiske land. Gjennomsnittene fra utlandet baserer seg på data for ett år per land fra perioden 1993-1997. Tallene i parentes viser laveste og høyeste eierandel på tvers av landene.

Tabellen viser for det første, og ikke overraskende, at statlig eierskap i børsnotert virksomhet er høyt i Norge (kun Finland og Italia has større andeler). Internasjonale investorer har også en stor eierandel, mens institusjonelt eierskap ligger under det europeiske snittet. Til gjengjeld har vi høyt indirekte eierskap gjennom industrielle investorer.

Det mest oppsiktsvekkende i tabell 2 er at mens personlige eiere i gjennomsnitt eier 28% av egenkapitalens markedsverdi i Europa for øvrig, er andelen kun 8% i Norge. Dette er det laveste tallet i Europa, og det er bare omtrent halvparten av selv den minste andelen i Europa for øvrig (Sveriges 15%). Det faktum at norske selskaper har *svært lavt direkte eierskap* vil vi heretter kalle sært trekk nr. 1 ved norsk eierstruktur.

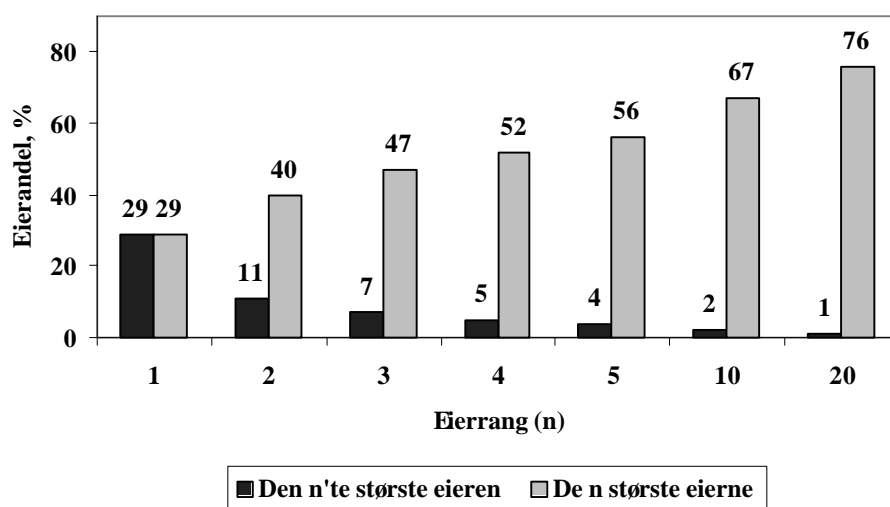
4. Eierkonsentrasjon

Eiere flest er små i norske børsnoterte selskaper. Eksempelvis finner vi i gjennomsnitt drøye fem tusen eiere per selskap (tre ganger så mange i finans), og median eierandel ligger under én tidels prosent. Dette betyr at dersom eierinitiativene skal komme fra aksjonærer med tilstrekkelig insentiver og makt, slik agentteorien hevder, kan ikke

⁸ Tallene fra utlandet har ikke så høy datakvalitet som de norske fordi registreringssystemet for eierskap i disse landene er mindre fullstendig. Dette problemet er større hvis en bruker data fra ett enkelt land i stedet for gjennomsnittene fra tabell 2.

den typiske norske aksjonæren fylle denne rollen i det hele tatt. Funksjonen må utøves av mye større eiere. Dette illustrerer samtidig gratispassasjerproblemet i eierskap: Selv om det bare er noen få av eierne som skaper verdier i selskapet gjennom å arbeide i styre og ledelse, nyter alle eierne godt av dette uansett hvor passive de er. Dette klassiske gratispassasjerproblemet medfører derfor at samfunnsøkonomisk sett er eierne for passive i forhold til en situasjon der den enkelte eier fikk beholde hele verdiøkningen av egen innsats.. Denne effekten er større desto mindre konsentrert (dvs. mer diffust) eierskapet er. Motsatt er gratispassasjerene helt fraværende når selskapet har én eneste eier, siden det da er en og samme aksjonær som både bærer hele kostnaden og høster alle fordelene ved aktivt eierskap. I dette perspektivet kan det hevdes at dersom minoritetsvernet blir for sterkt, dvs. hvis majoriteten ikke har mulighet til å sikre seg noen særfordeler på minoritetens bekostning, kan insentivene for verdiskapende eieraktiviteter blir for små, og alle aksjonærer vil tape. Dette er et reguleringsmessig dilemma som sjelden får oppmerksomhet i iveren etter å beskytte den lille investor.

Hvor mye kontrollerer så de store eierne? Dette er illustrert i figur 2. Langs horisontal akse har vi rangert eierstørrelse i synkende rekkefølge fra den største til den femte største og deretter inkludert den tiende og tyvende største. Eierandel i prosent er avmerket langs vertikal akse. Den synkende og stigende sekvensen av stolper viser henholdsvis eierandelen for vedkommende eierrang og akkumulert eierandel for denne eieren og eiere som er større. Eksempelvis har tiende største eier i gjennomsnitt en eierandel på 2%, mens de ti største til sammen eier 67%.



Figur 2: Gjennomsnittlige eierandeler for store eiere i norske børsnoterte selskaper 1989-1997.

Figuren viser at den største aksjonæren i gjennomsnitt eier 29%. I forhold til flertallsgrenser spesifisert i lovgivningen er derfor denne andelen for lav til at den største eieren alene kan diktere beslutningene i en avstemning. Av de akkumulerte eierandelene ser vi nemlig at:

- Blokkerende mindretall mot vedtektsendringer, som krever to tredels flertall (superflertall), kan oppnås ved at de to største eierne stemmer mot (40%).
- Simpelt flertall (50%), som er det vanligste kravet utenom vedtektsendringer, oppstår når de fire største er enige (52%).
- Superflertall blant de store eierne oppstår først når de ti største stemmer sammen (67%).

Disse grensene forutsetter at det er fullt oppmøte på generalforsamlingen, siden flertall ikke regnes i forhold til antall utstedte aksjer, men aksjer representert på møtet. Er bare halvparten av aksjekapitalen til stede, som andre undersøkelser tyder på er det typiske tilfellet, blir de nødvendige koalisjoner for å oppnå stemmemakt tilsvarende mindre. For eksempel vil da den største eieren alene være stor nok til å oppnå simpelt flertall. Imidlertid vil oppmøteprosenten stige når kontroversielle saker

står på dagsordenen. I slike situasjoner vil derfor de illustrerte koalisjonsgrensene også ligge nær de virkelige.

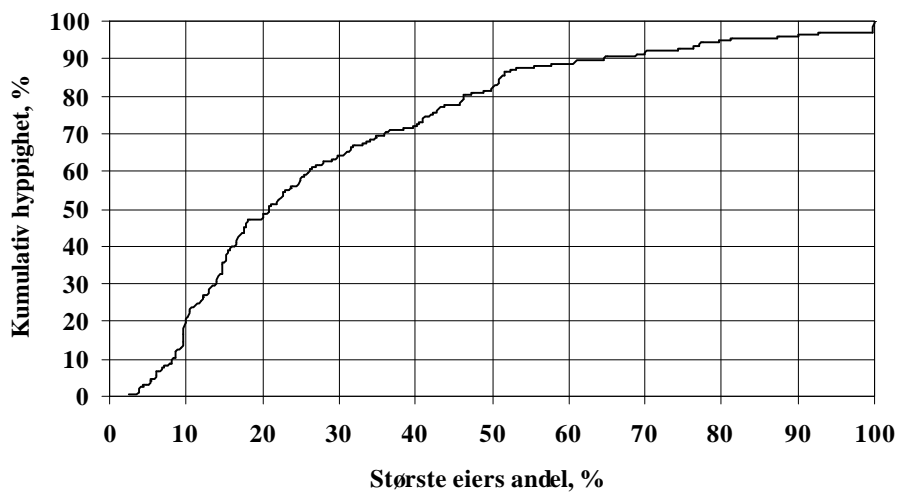
Vi finner også at konsentrasjonsgraden er lavere i store selskaper enn i små, og at det er markant lavere konsentrasjon i finansnæringen enn andre steder. Dette siste er ikke overraskende i lys av 10% taket på eierskap per investor i bank og forsikring. Undersøkelser fra Sverige tyder for øvrig på at slike reguleringer holder konsentrasjonsgraden i finansinstitusjoner effektivt nede. Da de svenske maksimumsgrensene i finans ble opphevet, steg nemlig konsentrasjonsgraden til omtrent samme samme nivå som i andre næringer.

Som nevnt tidligere, er eierskap i Norge regulert også på andre måter enn gjennom maksimumsandeler i finansinstitusjoner. Flaggings-, budplikts- og stemmerettsgrenser er de tre områdene hvor eierandelens størrelse medfører bestemte plikter og rettigheter. Siden det her finnes gode overvåkingssystemer, er det ikke noe stort poeng å undersøke om reglene blir etterlevd. Det interessante eierskapsspørsmålet er derimot om slike reguleringer påvirker eierstrukturen. Hvis investor misliker å måtte tilkjenne sin makt og identitet (flagging) og å måtte løse ut de andre eierne (budplikt), vil en vente en overhyppighet av eierandeler rett under flaggings- og budpliktsgrenser. Motsatt ville en tro det er vanligere å velge eierandeler rett over stemmerettsgrenser enn rett under.

Det viser seg i våre data at regulering påvirker eierstrukturen via disse mekanismene og på den måten vi antyder over. La oss ta 1995 som eksempel, hvor flaggingsgrensene var 10%, 25%, 50% og 75%, og hvor passering av 45% og 90% utløste budplikt. I figur 3 måles andelen til største eier langs horisontal akse, mens vertikal akse viser kumulativ hyppighet. For en gitt eierandel på horisontal akse viser derfor kurven hvor ofte vedkommende eierandel eller en lavere andel ble observert for største eier i 1995. Jo flatere kurve, desto færre eiere har en slik eierandel. Motsatt reflekterer en bratt kurve at det er mange andeler i dette intervallet.

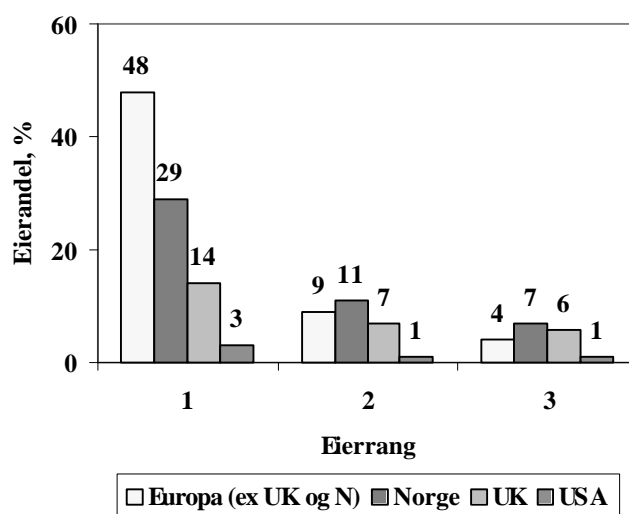
Figuren antyder at i alle fall tre av reguleringsgrensene påvirker eierstrukturen. For det første er det en overrepresentasjon av eierandeler like under nedre flaggingsgrense på 10% (ekstra bratt kurve). For det andre er det spor av at investorer med andeler rundt budpliktsgrensen på 45% legger seg rett under snarere enn rett over

denne grensen. Endelig er det en overhyppighet like over 50% grensen for simpelt flertall.



Figur 3: Kumulativ hyppighet for største eiers andel i norske børsnoterte selskaper i 1995.

Vender vi så tilbake til oversikten over konsentrasjonsgraden i figur 2, er det naturlig å spørre om dette er et typisk eller atypisk mønster sammenlignet med andre land. En god indikasjon på dette gir figur 4, som viser gjennomsnittlig eierandel for store eiere i Norge, USA, UK og i resten av Europa.



Figur 4: Konsentrasjonsgraden i eierskapet i ulike land. Gjennomsnittene for andre land enn Norge baserer seg på ett år i perioden 1993-1997.

Det første klare trekket i figur 4 er at sammenlignet med Europa utenom Storbritannia er eierskapet påfallende lite konsentrert i Norge. Mens den største eieren hos oss i gjennomsnitt sitter med 29% av egenkapitalen, er snittet 48% i de andre landene, varierende mellom 56% (Belgia) og 38% (Sverige). Dette betyr altså at mens den typiske eier i et europeisk aksjeselskap i praksis har minst simpelt flertall alene, er dette langt fra tilfelle i Norge.

Det andre særtrekket i figur 4 er at selv om den største eieren i Norge er liten, er nummer to og tre store. Ikke i noe annet land er disse to eierandelene større. Dette kan også sees ved at mens største andel er fire ganger så stor som den tredje største i Norge, er den tolv ganger så stor i Europa for øvrig. Legg for øvrig merke til at det europeiske land Norge ligner mest på eierskapsmessig er Storbritannia, som kanskje er det egenkapitalmarkedet i Vest-Europa som har flest likhetstrekk med det amerikanske markedet.

En komprimert måte å uttrykke det kvalitative i figur 4 på er gjennom å sammenstille de to konsentrasjons-dimensjonene nivå (største andel) og bratthet (forholdet mellom de største andelene). Mønsteret blir da som i tabell 3.

<i>Eierkonsentrasjon</i>	<i>Land</i>	
	<i>Norge</i>	<i>Europa ex UK</i>
<i>Nivå</i>	Lavt	Høyt
<i>Bratthet</i>	Stor	Liten

Tabell 3: Eierkonsentrasjonens nivå (største andel) og bratthet (forholdet mellom de store andelene) i Norge og i Europa for øvrig ex. UK.

Tabell 3 uttrykker at sammenlignet med kontinental-Europa er det *lav og flat maktstruktur* i norske selskaper. Største eier har liten makt alene og må i mye større grad enn andre steder samarbeide med andre store eiere for å få flertall. Denne egenskapen vil vi heretter kalle sært trekk nr. 2 ved norsk eierskap.

I avsnitt 3 studerte vi eiernes identitet ved å måle hvilken andel hver av de fem eiertypene samlet kontrollerer per selskap. En alternativ måte å studere eieridentitet på er å undersøke hvem de store eierne er. Dermed kommer det frem egenskaper ved eierstrukturen som reflekterer både eiertype og eierkonsentrasjon. Resultatene av denne analysen står i tabell 4.

<i>Eiertype</i>	<i>Eierrang</i>			<i>Totalandel</i>
	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	
<i>Offentlig</i>	9	7	5	18
<i>Internasjonal</i>	19	21	23	31
<i>Institusjonell</i>	11	21	26	18
<i>Industriell</i>	52	43	37	23
<i>Personlig</i>	9	8	9	10

Tabell 4: Eiertype og eierrang blant de største eierne i norske børsnoterte selskaper 1989-1997.

I de tre kolonnene for eierrang viser et tall hvor ofte vedkommende eiertype hadde vedkommende rang (uttrykt i prosent som relativ hyppighet). Eksempelvis var den største eieren offentlig i ni prosent av tilfellene, mens den nest største var en personlig investor i åtte prosent av tilfellene. Siden et tall uttrykker relativ hyppighet for en bestemt eierrang, summerer tallene seg til hundre i hver kolonne. Som et referansepunkt gjentar kolonnen lengst til høyre total eierandel per eiertype fra tabell 1. Også denne kolonnen summerer seg til hundre. Følger vi en linje i tabellen, vil derfor forholdet mellom en hyppighet og den aggregerte andelen reflektere eiertypens tendens til å ta store eierposisjoner.

Det er klare mønstre i tabellen.⁹ Industrielle eiere, som eier 23% av markedsverdiene på Oslo Børs, er sterkt overrepresentert blant de store. Denne eiertypen er største investor i over halvparten av alle selskaper i disse ni årene, og er dessuten både nest størst og tredje størst oftere enn noen annen eiertype. Jo høyere eierrang, desto større er dessuten sjansen for at vedkommende eier er industriell.

Situasjonen er helt motsatt for internasjonale eiere, som har den største aggregerte eierandelen. Uansett eierrang er denne typen sjeldnere blant de største eierne enn de industrielle. I motsetning til de industrielle er dessuten de internasjonale mer interessert i å være blant de minste enn de største i gruppen av store eiere.

Institusjonelle eiere ligner på de internasjonale i valget mellom store eierposisjoner. For begge typer er det slik at jo lavere størrelsesrangen er, desto større er sjansen for at eierposten tilhører en av disse to investortypene. De institusjonelle er likevel annerledes fordi de, i forhold til sin totalandel, er hyppigere nummer to og tre. Forklaringen på dette valget av eierstrategi er trolig også helt forskjellig for de to eiertypene. Vi har allerede sett andre tegn på at de internasjonale neppe investerer i norske børsnoterte selskaper primært for å drive verdiøkende eierskap. Da er det ikke overraskende at de relativt sjelden er største aksjonær. Institusjonelle eiere, derimot, kan ikke ta posisjoner over en viss størrelse på grunn av regulering. Eksempelvis kan ikke aksjefond eie mer enn 10% i et selskap. Siden største eierandel i gjennomsnitt er 29%, må det nødvendigvis være slik at dersom de institusjonelle ønsker å være blant de store, er det oftere mulig å være nummer tre enn nummer en. Dette følger direkte fra figur 2, hvor gjennomsnittsandel for tredje største eier er 7%.

Endelig ser vi at statlige eiere er underrepresentert blant de store, men er oftere størst når de først er blant de tre største. Denne tendensen til å være anonym eier finner vi ikke igjen hos de personlige investorene. Her er det godt samsvar mellom total eierandel og nærvær blant de tre største. Det er heller ingen skjevhet i fordelingen av eierposisjonene.

⁹ Alle resultater i det følgende holder også hvis vi utvider definisjonen av store eiere til også å omfatte de fire og fem største. For å holde tabellen lesbar begrenser vi oss derfor til de tre største eierne.

5. Perspektiv

Kortversjonen av de eierskapsmønstrene vi har funnet kan uttrykkes gjennom de to sære trekkene: Norske børsnoterte selskaper har unormalt lite direkte eierskap og uvanlig lav og flat eierkonsentrasjon. I dette avsnittet diskuterer vi hva denne eierstrukturen kan skyldes og hvilke effekter dette kan gi for forholdet mellom eierskap og verdiskaping. Til slutt ser vi på hva resultatene tyder på når det gjelder treffsikkerheten i den norske næringspolitikken om eierskap.

a. Det lave personlige eierskapet

Hva kan det komme av at det direkte, personlige eierskapet er så mye lavere i Norge enn i andre land? Det første en tenker på er kanskje at vi har målt personlig eierskap galt. Privatpersoner investerer jo også i aksjefond, og slike fond har eid en stadig større andel av markedet gjennom undersøkelsesperioden. Dette er korrekt i den forstand at personer sparer stadig mer i fond, og at en del av denne økningen trolig går på bekostning av hva den enkelte investerer på egen hånd i de børsnoterte selskapene. Poenget er imidlertid at siden denne utviklingen ikke er spesiell for Norge, er overflyttingen til fondssparing også reflektert i de data fra utlandet vi har sammenlignet oss med. Like fullt kommer Norge ut med en svært lav personlig eierandel.¹⁰ Dessuten er det slik at når en person selger sine aksjer i et børsnotert selskap og flytter disse pengene til et aksjefond som i sin tur investerer dem i det samme børsnoterte selskapet, blir direkte eierskap erstattet av indirekte. I følge agentteorien vil dette påvirke eierstrukturens verdiskapingsevne, siden et agent-prinsipal forhold blir omgjort til en kjede hvor det i minst ett ledd er en agent som skal disiplinere en annen. Det viktige skillet er altså direkte kontra indirekte eierskap. Da er det ikke likegyldig om personen står for eierskapet selv eller lar andre utøve det for seg.

Vi tror den mest nærliggende forklaringen på det lave personlige eierskapet er vedvarende inntekts- og formuesutjevning. Norge har hatt sosialdemokratisk

¹⁰ Det kan likevel hende at overflyttingen til aksjefond i denne perioden var enda sterkere i Norge enn i enkelte andre land. Eksempelvis var svensker flest tidligere ute enn nordmenn med aksjefondssparing.

regjering i omtrent 50 av de siste 65 år, og det har vært bred tverrpolitisk enighet om likhet og solidaritet som helt grunnleggende samfunns mål. Derfor har vi en jevnere inntektsfordeling enn de aller fleste OECD-land. Selv om det ikke foreligger tilsvarende internasjonale data om formuesfordeling, er det grunn til å tro at en så lang periode med inntektsutjevning har hatt lignende effekter på formuesfordelingen. I så fall innebærer dette at de rikeste individene i Norge har relativt lav formue i europeisk sammenheng. Samtidig kan dette lett medføre at for rike individer blir risikoen ved å eie en stor post i et børsnotert selskap urimelig høy i forhold til forventet avkastning fordi så stor del av formuen må investeres i ett eneste selskap.

b. Den lave konsentrasjonsgraden i eierskapet

Selv om vi dermed har en mulig forklaring på at det personlige eierskapet totalt sett er så lite, er neste spørsmål hvorfor det uansett eiertype er slik at de store eierandelene er påfallende små. En mulig nøkkel ligger i et avhengighetsforhold mellom lovgivning og eierstruktur. Her drives det for tiden spennende internasjonal forskning i skjæringspunktet mellom jus og finansiell økonomi. Den grunnleggende idéen tar utgangspunkt i en eier som har behov for å beskytte sine interesser, både i forhold til selskapets ledelse og i forhold til de andre eierne. Én måte å gjøre dette på er ved å være stor, dvs. sørge for å ha så mye stemmerettsmakt at eieren på egen hånd kan ivareta sine interesser. Dette argumentet trekker i retning av konsentrert eierskap.

Den andre muligheten er at andre verner om investors interesser. Lovgivningen, gjennom beskyttelse av eierrettigheter generelt og av minoriteten spesielt, er den sentrale mekanismen her. I forhold til eierkonsentrasjon blir argumentet at jo sterkere eierbeskyttelse loven gir, desto mindre nødvendig er det at investor har en stor eierandel for å beskytte seg selv. Denne tankegangen tilsier lav eierkonsentrasjon når lovbeskyttelsen er sterk, og generelt at eierkonsentrasjon og eierbeskyttende lovverk er substitutter. Hypotesen er dermed at jo sterkere (svakere) loven ivaretar eiernes interesser, desto mindre (mer) konsentrert vil eierskapet være. Empiriske undersøkelser i drøye 30 land med ulike juridiske regimer støtter denne logikken. Eksempelvis tilhører de fleste kontinental-europeiske land den såkalte civil law tradisjonen av fransk opprinnelse, hvor forskningen viser at eierbeskyttelsen

gjennomgående er lav. I land som USA og UK er det derimot et såkalt common law regime (anglo-amerikansk rettstradisjon), hvor eierbeskyttelsen viser seg å være sterkere. I tråd med teorien finner forskerne at i regimer med common law er konsentrasjonen i eierskapet gjennomgående lavere enn i land med civil law.

Denne forskningen har også klassifisert eierbeskyttelsen i norsk rett, som tilhører den skandinaviske varianten av civil law tradisjonen. Her kommer Norge ut som et land med høy investorbeskyttelse. På flere kriterier scorer Norge til og med høyere enn hva gjennomsnittet er i common law landene. I følge idéen om eierbeskyttende lovverk og eierkonsentrasjon som substitutter er det derfor ikke overraskende at konsentrasjonsgraden i det norske eierskapet er lav. Det skyldes at behovet for å være stor er beskjedent fordi små eiere løper forholdsvis liten risiko for å bli utnyttet av de store.

c. Følger for verdiskapningen

Hva betyr de to sære trekkene ved eierstrukturen for den økonomisk virksomheten i Norge? I lys av figur 1 kan vi umiddelbart konstatere at det som der kalles eiere stadig oftere ikke er de egentlige eierne (som i siste instans er personer), men noen som investerer på deres vegne. Denne tiltakende tendensen til indirekte eierskap finnes i svært mange land, og det er vanskelig å se at dette vil bli reversert i retning av mer direkte eierskap på bekostning av det indirekte.

Den realistiske holdningen til dette skiftet i eierstruktur er nok derfor at siden det svært ofte er en direktør (agent) som skal disiplinere en annen direktør (agent) i generalforsamling, styre og i uformell sammenheng, er nøkkelen for god eierstyring å sørge for at den overvåkende agenten har insentiver som mest mulig sammenfaller med eierens. Den sentrale mekanismen er da at agenten har tilstrekkelig stor eierandel i det eierselskapet agenten representerer. Dette innebærer innsideeie generelt og ledergruppeeie spesielt i det selskapet som utøver det indirekte eierskapet. Prinsippet tilsier også mindre bruk av fastlønn til fordel for resultatavhengig bonus og aksjer i egen bedrift, spesielt i forvaltningsselskaper.

Vi har også vist at uansett om den vi kaller eieren til venstre i figur 1 er direkte eller indirekte, så har børsnoterte selskaper flest en største eier som alene er altfor

liten til å kontrollere selskapet. Det kan dessuten hevdes at mens summert makt over alle tre ledd i figur 1 (eier, styre og ledelse) er temmelig konstant, vil fordelingen av makt over hvert enkelt ledd avhenge av hvor sterke eierne er som gruppe. Er eierne svake, vil lederne være tilsvarende sterke, og vice versa.

Figur 4 dokumenterer at i mange kontinental-europeiske land sitter i alle fall den formelle makten til venstre i figuren, fordi den største eieren alene har stemmerettsovervekt. I Norge, derimot, vil mye av makten forskyves mot høyre (dvs. mot ledelsen) dersom ikke de store eierne samarbeider slik at de som koalisjon oppnår den makten ingen av dem har hver for seg. I et land med lav eierkonsentrasjon er dette viktig dersom eiermakt skal kunne påvirke verdiskapingen. I Norge er dette dessuten forholdsvis enkelt å få til sammenlignet med både USA og Storbritannia fordi eierstrukturen ikke bare er lav, men også usedvanlig flat. Som vi har sett, innebærer dette at det skal forholdsvis få eiere til for å oppnå samme stemmerettsmakt som hva den største eieren på kontinentet har alene.

Når dette er sagt, er det viktig å gjenta at det er en rekke kostnader ved konsentrert eierskap, at agentteorien bygger på en forutsetning om at ledelsen ikke yter sitt beste uten disiplinering og prestasjonsavhengige insentiver, og at eierne utøver den makten de har gjennom å etablere et kompetent styre. Det finnes dessuten land i verden som har mye lavere eierkonsentrasjon enn vi har, og hvor omstillingsevne, økonomisk vekst og kapitalmarkedets utviklingsnivå ikke står tilbake for Norge. Eksempler på slike land er England og USA. Selv om norsk konsentrasjon er forholdsvis lav, kan det derfor godt hende at den burde ha vært lavere, og at det er norske selskaper med spesielt lav eierkonsentrasjon som gjør det best. Vi arbeider nå med å undersøke denne problemstillingen empirisk.

d. Eierskap og næringspolitikk

Våre resultater gir flere indikasjoner om hvilke effekter regulering av eierskap gir i Norge. Først kan vi konstatere at eierregulering virker. Både flaggingsregler, budpliktsgrenser, flertallsregler og bransjespesifikke eierrestriksjoner er reflektert i de eierstrukturene vi observerer. Dette tilsier at den som skal regulere eierskap bør forstå hvordan slike inngrep virker. På to områder ser det ut til at denne innsikten har

vært svak. For det første tyder våre resultater på at næringspolitikeren har hatt og tilsynelatende fortsatt har et fordreid bilde av den internasjonale investor i norske børsnoterte selskaper. Vi har konstatert at slike eiere stadig oftere gir frivillig avkall på sin stemmerett, at de fortsatt er overrepresentert blant stemmerettsløse B- aksjer, og at de uforholdsmessig sjelden finnes blant de store eierne. Alt dette tilsier at den typiske utenlandske eier ikke ønsker å drive aktivt eierskap i Norge, men heller begrenser seg til å stemme med føttene. Det primære for den utenlandske eieren er å oppnå den diversifiseringsfordelen det gir å investere deler av sin formue i et aksjemarked som internasjonalt sett er atypisk risikomessig fordi kursene avhenger så sterkt av noen få råvarepriser.

Eierreguleringen kan altså ha bommet fordi næringspolitikeren ikke har forstått motivene til internasjonale eiere flest. Dette kan delvis skyldes at dagens internasjonale eier er annerledes enn for ti år siden hva gjelder ønsket om å utnytte alle sine eierrettigheter. Tilsvarende fremstår maksimumsgrensene på institusjonelle investorers stemme- og eierandeler per selskap som overlevninger fra en tid da hensynet til institusjonens egen risikoeksponering dominerte i forhold til idéen om institusjonens verdiskapingsevne som stor, aktiv eier. I en tid da stadig mer eierskap opptrer indirekte gjennom institusjoner, bør eierreguleringen i alle fall reflektere en mer eksplisitt avveining mellom disse to hensynene.

I de fleste land i verden er det for tiden sterkt fokus på eierstyring (corporate governance) generelt, og på eierskap spesielt, som et middel for å øke næringslivets verdiskapingsevne. Dette betyr økt bevissthet om at egenkapital ikke bare er finansiering, men eierskap. Dette synes spesielt relevant i land hvor det faktisk ikke er tilgangen på kapital som er problemet. I Norge har likevel denne økte oppmerksomheten kommet sent, men er omsider blitt ganske intens. Et karakteristisk trekk ved eierskapsdebatten har vært at mens meningene er sterke og mange, er kunnskapsnivået beskjedent. Som forsøkt vist i dette kapitlet, vet vi nå forholdsvis mye om hvordan eierstrukturene faktisk ser ut i den delen av norsk næringsliv hvor skillet mellom eierskap og kontroll gir de største utfordringene for eierstyringen. Det viktige nå er å få klarlagt hvordan disse eierstrukturene virker på selskapenes evne til

å skape økonomiske verdier. Denne innsikten burde bidra til å bringe debatten over i et spor preget av mindre synsing og større saklighet.