



ØYVIND BØHREN

Professor ved Institutt for finansiell økonomi, Handelshøyskolen BI

Eierskap og lønnsomhet*

Eierskap er en produksjonsfaktor som reflekterer at egenkapital både finansierer realkapital og tilfører eierfunksjoner. Artikkelen sammenfatter noe teori og mest empiri om forholdet mellom eierskap og lønnsomhet blant børsnoterte selskaper i Norge. I et internasjonalt perspektiv har norske selskaper unormalt lav eierkonsentrasjon og lite direkte eierskap. Eierløse styrever er utbredt, og langsiktig eierskap er sjeldent. Godt eierskap kjennetegnes av direkte, langsiktige og involverte eiere. Verdiskapingen er tilsvarende dårlig der eierne er indirekte, sitter lenge og ikke tar styreplass. Eierstyringsfaget gir nye perspektiver til samfunnsøkonomiske analyser, slik som ved spørsmålet om kjønnskvoterte styrever, privatisering av statlig virksomhet og verdien av nasjonalt eierskap.

1 BAKGRUNN

Temaet eierstyring (engelsk corporate governance) er i vinden for tiden. Både i departementskontorer, rettssaler, styreverom, på børsen og endog i tabloidpressen. Klassisk mikroøkonomi gir imidlertid liten hjelp til å forstå hva eierstyring dreier seg om. Mikrolærebøker kan faktisk friste til å tro at hvis finanskapital har noen produktiv funksjon overhode, så er det kun som finansieringskilde for realkapital. Kapitalistens rolle i dette perspektivet er å legge på bordet de pengene som trengs for å betale realinvesteringen. Hvem denne kapitalisten er og hva han eller hun gjør eller ikke gjør for selskapet ut over å finansiere det er ikke noe tema.

Innenfor kontraktsteori og finansiell økonomi er ikke bildet av kapitalisten så endimensjonalt som dette. Ei

heller i virkelighetens verden og særlig ikke i børsnoterte selskapers hverdag, hvor kontrollen over investering og drift er delegert til ledelsen fra selskapets eiere. I det norske markedet for børsnotert egenkapital dreier dette seg for det gjennomsnittlige selskapet om over fire tusen eiere som frivillig har lagt mye penger og atskillig makt i ledelsens hender. Egenkapital som produksjonsfaktor gjelder da ikke bare finansiering, men også eierrettigheter og eierskapsutøvelse. Selv om to kapitalister legger samme beløp på bordet for å finansiere en investering, kan det hende at den ene utøver sitt eierskap bedre enn den andre og dermed gjøre realinvesteringen mer lønnsom. Tilsvarende kan selskapets økonomiske prestasjoner påvirkes av eksempelvis styrets uavhengighet av daglig leder og andelen av overskuddet utdelt som utbytte.

* Utgangspunktet for artikkelen er et foredrag jeg holdt i januar 2005 for nasjonalt forskermøte i Samfunnsøkonomenes forening. Jeg har fått innsiktsfulle kommentarer til en tidligere versjon fra Tore Abrahamsen, Vidar Christiansen, Erling Steigum og tidsskriftets referere.

Det finnes også makroøkonomiske situasjoner der finanskapital bør betraktes som mer enn finansieringskilde, og særlig hvis selve eierfunksjonen er et mer knapt gode enn selve finansieringen. Eksempelvis mener mange at Norges finansieringsutfordring ikke er mangel på finanskapital, men at for mye av eierskapet til denne kapitalen ligger i statlige og ikke i private hender. Delprivatiseringen av Statoil og Telenor kan da heller ikke begrunnes med statens behov for å gjøre illikvid statsformue likvid, slik tilfellet ofte er i andre land. En eierstyringsbegrunnelse for privatisering er derimot troen på at eierskap er viktig, og at det gir gunstig produktiv effekt i seg selv å erstatte én eiertype med en annen. Det er vanskelig å få øye på noen annen privatiseringsgrunn enn dette i Norges tilfelle.

Denne artikkelen dreier seg om eierstyring som produktionsfaktor, hvor skillet mellom eierskap og kontroll gjør at flere mikro- og makroøkonomiske fenomener ikke kan forklares innenfor den klassiske modellen. Del 2 i det følgende beskriver kjennetegn ved selskaper hvor eierstyringen fungerer dårlig. Deretter introduserer jeg en konseptuell modell for sammenhengen mellom eierstyring og lønnsomhet. Dette rammeverket inneholder fire såkalte eierstyringsmekanismer, hvor eierstruktur er en av dem. Del 3 fokuserer på eierstruktur alene og sammenfatter litt teori samt populæroppfatninger, regulering og empiri fra Norge om forholdet mellom eierstruktur og lønnsomhet. Jeg sammendrar og konkluderer i del 4.

I stedet for fortløpende og detaljerte henvisninger refererer jeg bare og en gang for alle til fagområdets tre sentrale oversiktsartikler, som er av henholdsvis Shleifer og Vishny (1997), Tirole (2001) og Becht, Bolton og Roëll (2002). Den ferskeste av disse er etter mitt skjønn både den bredeste og dypeste, og den inneholder dessuten svært omfattende referanser.

2 EIERSTYRINGSKOSTNADER OG EIERSTYRINGSMEKANISMER

Tabell 1 beskriver ti symptomer på svak eierstyring. De tre første gjelder investering og drift og forteller om et selskap hvor det ligger mye penger på bordet, men få lønnsomme investeringer å sette dem inn i (stinn). Dette skyldes gjerne tapt konkurransekraft i kjernevirksomheten eller at selskapet kan overleve med middelmådig innsats fordi trykket fra konkurrentene er svakt (dorsk). Denne situasjonen kan friste ledelsen til å satse på nye produktområder og bli

Tabell 1 *Ti symptomer på svak eierstyring.*

SYMPTOM	KJENNETEGN
1. Stinn	Høy likviditet, men få lønnsomme prosjekter
2. Dorsk	Lav inntjening i kjernevirksomhet
3. Vimsete	Vekst, men ufokusert og kortsiktig
4. Overtrygg	Lite gjeld
5. Påholden	Lavt utbytte
6. Ordknapp	Liten kommunikasjon med eierne
7. Gulrotfattig	Lavt innside-eie; svak kopling prestasjon-->lønn
8. Foreldreløs	Passive utside-eiere
9. Styreløs	Lav eier-representasjon; administrasjonsdrevet
10. Partisk	Storeieren stjeler fra småeierne

et konglomerat framfor å fortsatt spesialisere seg eller trappe ned virksomheten og sende frigjorte midler tilbake til eierne (vimsete).

Hva muliggjør en slik stinn, dorsk og vimsete atferd? Selskapets finansieringsstrategi (symptomene 4 og 5) er en mulig forklaring. Jo mer gjeld selskapet har, desto mer må driften kaste av seg for å få betalt kreditorene. Dette er den positive disiplineringseffekten av gjeld, skapt av trusselen om rettsforfølgelse og forverrede betalingsvilkår ved mislighold av lån. Eierne har ingen tilsvarende mulighet når utbyttebetalingene synker og kursen stuper. Høy egenkapitalandel er derfor problematisk når eierskap er skilt fra kontroll (overtrygg).

Tilsvarende innebærer lave utbyttebetalinger og lite tilbakekjøp av egne aksjer (påholden) at overskuddslikviditeten blir liggende i selskapet og tjener som potensiell finansieringskilde for ulønnsomme investeringer. I et eierstyringsperspektiv er derfor gode selskaper de som har mye gjeld og som betaler ut mesteparten av overskuddet til eierne. Altså stikk i strid med hva for eksempel politikere synes å mene om at gode selskaper har mye egenkapital og tilbakeholder det meste av overskuddet.

En finansiell strategi med høy gjeld og lavt tilbakeholdt overskudd medfører dessuten at selskapet oftere tvinges ut i kapitalmarkedet for å finansiere nyinvesteringer. Denne kapitalinnhentingen innebærer at selskapet må produsere ny informasjon om nåværende stilling og framtidig inntjeningspotensial. Dermed blir selskapet bedre gjennomlyst, markedet blir bedre informert, og investorene kan selv bestemme om de vil satse penger på de prosjekter ledelsen foreslår.

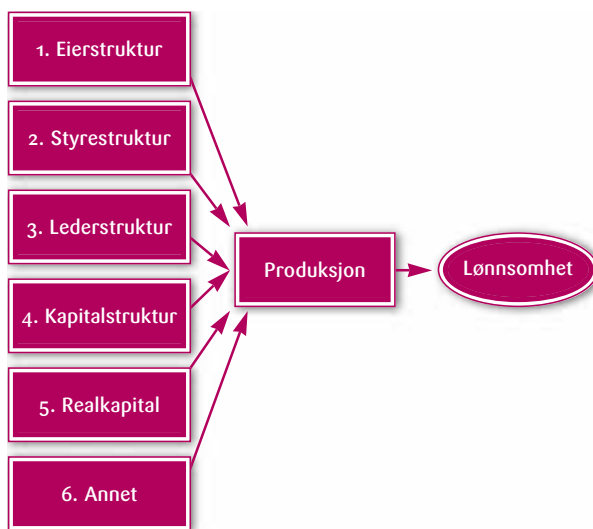
Skal eierne styre på god måte, må de være informert. Det er derfor typisk for selskaper med høye eierstyringskostnader at ledelsen holder kortene tett mot brystet (ordknapp). En slik informasjonsstrategi gjør det lettere for ledelsen å kontrollere både generalforsamling og styre og dermed også selskapets investerings- og driftsbeslutninger. Det var nok en leder av denne typen som uttalte etter generalforsamlingen: «Nå er jeg lut lei disse aksjonærene våre. De oppfører seg som om de eide dette selskapet».

Symptomene 7-10 i tabell 1 gjelder eierskap og incentiver. Ledelsen opplever svak kopling mellom det de presterer for eierne og det de får igjen av dem (gulrotfattig). Eierne på sin side er passive og lite bevisste på at de har delegert makten over pengene sine til ledelsen (foreldreløs). Dette forholdet reflekteres også i styresammensetningen, hvor eierne er fraværende, hvor det er ledelsen og ikke eierne som foreslår nye styremedlemmer, og hvor daglig leder har stemmerett i et organ som i følge læreboka har overvåking av ledelsen som en hovedoppgave (styreløs).

I selskaper med eierstyringsproblemer er det ikke bare relasjonen mellom eiere og ledelse som er vanskelig. Også eierne seg imellom kan mangle evnen til å dra i samme retning. Når en av dem oppnår majoritet, vil de andre kunne frykte at majoriteten fristes til å berike seg på minoritetens bekostning (partisk). Dette skjer eksempelvis hvis en eier med 90% eierandel ikke bare bruker sin lovbestemte rett til å tvangsinnløse minoriteten, men gjør det til urimelig lav kurs. En annen metode er å sørge for at selskapet kjøper for dyrt fra eller selger for billig til et annet selskap som majoriteten kontrollerer. Det felles eide selskapet tappes dermed for ressurser som delvis tilhører minoriteten, og selskapsverdien presses tilsvarende.

Hva kan eierne gjøre med denne symptomlisten på svak eierstyring i tabell 1? Den klassiske mikroøkonomiske modellen, hvor arbeidskraft og realkapital driver en produksjonsprosess som leverer produkter og lønnsomhet, gir verken begreper eller modeller for å besvare et slikt spørsmål. Figur 1 utvider derfor den klassiske modellen med fire kategorier eiermekanismer, kalt henholdsvis eierstruktur, styrestruktur, lederstruktur og kapitalstruktur. Disse mekanismene ble alle berørt ved gjennomgangen av tabell 1 om symptomer på svak eierstyring.

Figur 1 Eierstyringsmekanismer, produksjon og lønnsomhet.



I denne figuren er de fire eierstyringsmekanismene redskaper som eierne kan bruke for å påvirke selskapets virksomhet og økonomiske resultat. I tillegg har jeg inkludert realkapital og dessuten en uspesifisert restpost, som skal fange lønnsomhetsdrivere uten direkte kopling til realkapital og eierstyring.

Figuren reflekterer at for en økonom er det ikke eierstyringsmekanismene i seg selv som interesserer. Poenget er koplingen til produksjon og lønnsomhet. Spørsmålet om godt kontra dårlig eierskap koker derfor ned til hvilken relevans eierskapsutøvelse har for økonomisk virksomhet.

Siden pilene i figuren peker fra venstre mot høyre, antar den at kausaliteten går fra eierstyringsmekanismene via investerings- og driftsbeslutningene (produksjonen) og til den økonomiske verdiskapingen (lønnsomheten). Det er altså endringer i eksempelvis eierstruktur og lederstruktur som endrer lønnsomheten og ikke omvendt. Slik er det ikke alltid. Eksempelvis ble staten storeier i norske banker rundt 1990 fordi bankene gikk dårlig og private eiere måtte gi opp. Det var ikke statlig eierskap under bankkrisen som gjorde bankene ulønnsomme i denne perioden. Derimot var det ulønnsomheten under det private eierskapet som framtvang det statlige. Samme omvendte kausalitet oppstår når ledelsen ber styret om bonuslønn når de har privat informasjon om at neste år vil bli selskapets gullår. Lønnsomheten kommer altså før incentivordningen

og ikke omvendt. I det følgende skal jeg likevel resonnerer som om eierstyringen driver verdiskapingen, slik pilene i figuren viser.

En annen forenkling i figur 1 er at den mangler forbindelseslinjer mellom mekanismene. I virkeligheten kan dette være et endogent bestemt system, eksempelvis ved at behovet for eiere i styret (mekanisme 1) er mindre desto sterkere incentivordninger ledelsen har (mekanisme 3). Tilsvarende kan høy gjeldsgrad (mekanisme 4) være unødvendig som disiplineringsmekanisme når styremedlemmene er uavhengig av ledelsen (mekanisme 2). Både omvendt kausalitet mellom eierstyringsmekanismer og lønnsomhet og avhengighet mekanismene imellom legger vansker i veien for empirisk forskning på dette området.

Jeg har valgt å ikke la produksjonsfaktoren arbeidskraft opptre som separat komponent i modellen. Grunnen er at deler av arbeidskraften er innvevd i de fire eierstyringsmekanismene, slik som i lederstruktur og styrestruktur. Restposten inkluderer derfor annen arbeidskraft enn ledelse i tillegg til andre mikrofaktorer som selskapets teknologi samt makrofaktorer som konkurransesituasjon og regulering. Begge makrofaktorene, som ikke er eierstyringsmekanismer fordi eierne ikke kontrollerer dem, har selvstendig effekt på produksjon og lønnsomhet. Dessuten påvirker de eiermekanismene.

Konkurransen dreier seg her om den disiplinerende effekten på ledelse og eiere av det som skjer i markedet for selskapets produkter, ledere og egenkapital samt i markedet for oppkjøp av selskaper. Ideen er at nødvendigheten av å stå på tærne og levere godt er større desto mindre markedsrett selskapet har, jo hardere ledelsen må slite for å få ny jobb etter oppsigelse, desto raskere aksjonærene reagerer på ledelsens beslutninger gjennom å kjøpe og selge selskapets aksjer (stemme med føttene), og jo flere raidere som jakter på dårlig drevne selskaper som kan kjøpes opp, restruktureres og selges igjen med bl.a. bedre eierstyringsmekanismer. Konkurransen i seg selv har altså samme funksjon som dyktig eierskap. Selskaper og ledere kan dermed bare overleve med slappe eiermekanismer når konkurransen i disse markedene er svak.

På reguleringsområdet har eierskapsforskningen konsentrert seg om hvordan landets juridiske regime beskytter eieres og kreditorers rettigheter. Empirisk viser det seg her for det første at aksjonærbeskyttelsen gjennomgående er sterkere i land med anglosaksisk (common law) enn fransk (civil law) rettstradisjon. For det andre ser det ut til at sterk aksjonærbeskyttelse går sammen med flere positive samfunnsøkonomiske effekter. Forskning fra ca 40 land tyder på at godt rettsvern av eierskap gir mer kriserobust økonomi, større økonomisk vekst, bedre kapitaltilgang, høyere verdsettelse, og større andel børsnotert næringsvirksomhet. Selskapene utbetaler dessuten en høyere del av overskuddet som utbytte, og oppkjøpsaktiviteten er mer intens.

Dessuten viser det seg at jo bedre vern loven gir av småaksjonærs rettigheter, desto lavere er eierkonsentrasjonen og jo åpnere er dermed eierstrukturen. Den vanlige fortolkningen av denne empiriske sammenhengen er at når loven gir eieren sterke rettigheter overfor andre interessenter, trenger ikke eieren selv være stor for å være sterk. Er derimot lovbeskyttelsen svak, må eieren ta vare på seg selv gjennom å ha høy eierandel. I så måte kan lovens aksjonærbeskyttelse og selskapenes eierkonsentrasjon oppfattes som substitutter. Aksjekursen vil imidlertid lide når eierbeskyttelsen er svak, siden småeiere vil betale mindre for en aksje når lovens minoritetsbeskyttelse er svak. Derfor er altså eierkonsentrasjonen lav og selskapsverdien per krone overskudd høy når eierbeskyttelsen er sterk. Dette mønsteret går også igjen i empirien.

Norsk rettstradisjon tilhører den skandinaviske, som er en blanding av fransk og anglosaksisk. I internasjonale sammenligninger rangeres Norge relativt høyt på graden av eierbeskyttelse i loven. Norges score ligger faktisk over gjennomsnittet for anglosaksisk rettstradisjon, som altså i gjennomsnitt gir høyere eierbeskyttelse enn det reguleringsregimet vi tilhører.

Resten av artikkelen dreier seg utelukkende om den første eierstyringsmekanismen i figur 1, dvs. eierstruktur. En gjennomgang av alle fire mekanismene ville sprengte artikkelrammen fullstendig.¹ Dessuten er eierstruktur den mekanismen det synes mest om i offentligheten, som er

¹ Eksempler på problemstillinger innenfor styrestruktur er hvorvidt det verdiskapende styret er stort eller lite, avhengig eller uavhengig av daglig leder, homogent eller heterogent i forhold til alder, kjønn, og erfaring, og sammensatt av medlemmer med få eller mange andre styreverv. Mekanismen lederstruktur gjelder ledelsens verdimaksimeringsinsentiver, slik som forholdet mellom fast og variabel avlønning og hvilke komponenter som skal bestemme den variable delen. Kapitalstruktur dreier seg eksempelvis om disiplineringseffekten av å finansiere med gjeld kontra egenkapital, kortsiktig gjeld kontra langsiktig gjeld, og hvorvidt eierne skal tilføres midler gjennom kontantutbytte eller tilbakekjøp av egne aksjer.

sterkest regulert i loven, best analysert teoretisk og også mest utforsket empirisk. Likevel gjelder for eierstruktur som for de øvrige eierstyringsmekanismene at de alle tilhører et ferskt, uferdig fagområde som var ukjent for de fleste for bare ti år siden. Teoriutviklingen har derfor kommet kort og preges av lite formell teori og en overvekt av partielle resonneringer. Slik vil det alltid være i et ungt paradigme. Dagens utviklingshastighet tyder likevel på at eierstyringsfaget vil se langt fastere og mer avklart ut både teoretisk og empirisk når nye ti år har gått.

3 EIERSTRUKTUR

Minst fire dimensjoner ved eierstrukturen er potensielt relevante for forholdet mellom eierstyring og lønnsomhet. Disse dimensjonene er henholdsvis eierkonsentrasjon, eiertype, innsideeierskap, og eiervarighet. I det følgende skisserer jeg for hver dimensjon noe teori, noen populær-oppfatninger og sentral offentlig regulering. Hovedvekten legges på empiriske mønstre for Norge, som er kartlagt i et forskningsprogram om eierstyring som nå gjennomføres ved Institutt for finansiell økonomi, Handelshøyskolen BI (<http://finance.bi.no/~governance>). Denne forskningen, som jeg skal gjengi utdrag fra, gjennomføres av Ilan Cooper, Randi Næss, Richard Priestley, Øystein Strøm, Bernt Arne Ødegaard (leder), og meg selv. Resultatene gjelder alle norske børsnoterte selskaper i perioden 1989-1997. For dette tidsrommet har vi samlet alle relevante data for selskapenes eierstruktur, styresammensetning, regnskap, og markedsverdi.²

3.1 Eierkonsentrasjon

Teorien sier at det finnes både positive og negative sider ved at noen har høy eierandel i et selskap. Fordelene dreier seg om sterkere insentiver, mer makt og færre gratispassasjerer. Insentivargumentet er at jo større aksjepost du har, desto større del av selskapets økte markedsverdi tilfaller deg når din innsats som aktiv eier forbedrer selskapets lønnsomhet. Din vilje til å bruke tid og penger på eierstyring er derfor større desto høyere eierandel du har. Maktargumentet peker i samme retning fordi muligheten til å få din vilje gjennom i generalforsamlingen er større desto mer du eier. Endelig er gratispassasjerproblemet mindre når du eier mye. Selv om det er du som bærer 100% av kostnadene ved din eierstyringsinnsats som x% aksjeeier, får du bare x% av fordelene gjennom den økte

aksjeverdien din innsats medfører. De resterende 100-x% tilfaller dine passive medeiere, som ikke har løftet en finger.

Det er minst tre ulemper ved konsentrert eierstruktur. Den første er at den som satser mye på ett selskap, har tilsvarende lite penger å investere andre steder. Porteføljen er derfor udiversifisert, og eieren sitter med mye risiko som ville ha forsvunnet automatisk dersom eieren alternativt eide mindre poster i mange selskaper. På Oslo Børs vil eksempelvis aksjeavkastningen til en portefølje med aksjer i kun ett selskap typisk ha mer enn dobbelt så høyt standardavvik som en portefølje med samme gjennomsnittsavkastning, men som er sammensatt av aksjer fra ti selskaper.

Når mye av eierskapet er samlet på få hender, skjer det mindre handel i selskapets aksjer. Likviditeten blir svak, og prisingen av aksjen blir mindre effektiv ved at spesielt de store eierne informasjon ikke blir reflektert i aksjekursen. Markedets verdsettelse av selskapet blir dermed basert på unormalt liten informasjonsmengde.

Den tredje kostnaden ved konsentrert eierstruktur oppstår når en av eierne har eller forventes å få dominerende posisjon. Da oppstår majoritets-minoritets-problemet. Som jeg var inne på ved tabell 1, består dette problemet i at majoriteten kan fristes til å skaffe seg særfordeler på minoritetens bekostning. Frykten for at dette kan komme til å skje presser markedsverdien av selskapet ned. Dette prispresset er sterkere desto svakere lovens minoritetsbeskyttelse er og jo dårligere rykte den store aksjonæren har i tidligere atferd overfor sine medeiere.

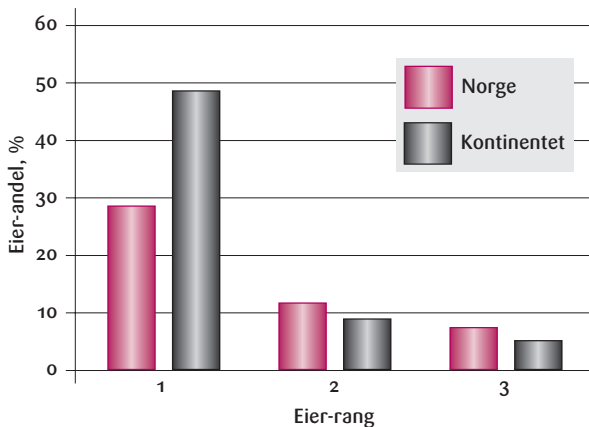
Teorien sier ikke noe om hvorvidt nettoeffekten av disse fordelene og ulempene er positiv eller negativ. Sammenhengen mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet er derfor et empirisk spørsmål.

Populæroppfatninger om eierkonsentrasjon reflekterer en skepsis til store eiere og en oppfatning om at smått er godt. Eksempelvis ble det foreslått fra politisk og annet hold - i alle fall uformelt - å privatisere Statoil ved å gi eller selge en aksje til hver innbygger i Norge. Dette ville i så fall ha gitt selskapet den mest ukonsentrerte eierstruktur som tenkes kan, med tilsvarende insentiv-, makt- og gratispassasjerproblemer.

² Analysen av forholdet mellom eierstruktur og lønnsomhet inkluderer ikke selskaper i bank og forsikring. Avsnitt 3.4 om eierskapets lengde dekker perioden 1989-1999, dvs. to år mer enn i de øvrige avsnittene i del 3.

I Norge er det primært finansnæringen og mediebedriftene som utsettes for regulering av eierkonsentrasjon. Hovedregelen i finansnæringen er at uten spesiell statlig tillatelse kan ingen eie mer enn 10% av selskapets aksjer uten å eie minst 90%. Tankegangen bak 10% grensen er trolig å forhindre strategiske allianser mellom finansselskaper som også inkluderer betydelig krysseierskap. Hensikten med den øvre grensen kan være å tvinge en allerede dominerende eier over den terskelen som utløser tvangsinnløsningsrett for begge parter.

Figur 2 Eierkonsentrasjon i Norge og i kontinental-Europa. Data for børsnoterte selskaper rundt 1995.

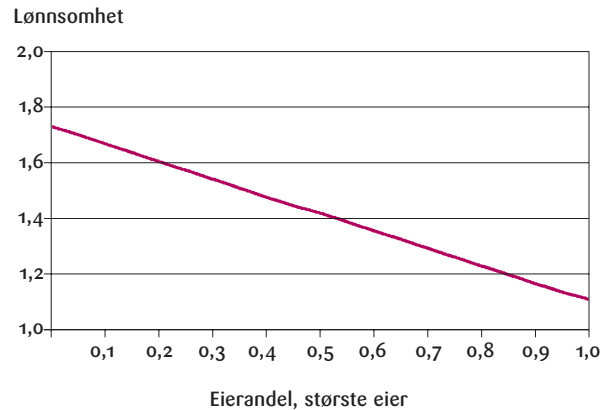


Figur 2 viser eierkonsentrasjon i Norge og på det europeiske kontinentet, uttrykt som gjennomsnittlig eierandel for selskapets største, nest største og tredje største eier.

Figuren viser at målt ved eierandelen til selskapets største aksjonær er norsk eierkonsentrasjon mye lavere enn i europeiske land flest. Største eier i et norsk selskap har langt fra simpelt flertall og har ikke engang tilstrekkelig makt til å stoppe en vedtektsendring. Kollegaen på kontinentet har typisk simpelt flertall alene og kan eksempelvis bestemme hele styresammensetningen på egen hånd. I Norge må de fem største eierne stemme sammen for å oppnå det samme. Dette mønsteret for Norge kontra kontinentet er for øvrig i tråd med hypotesen om den inverse sammenhengen mellom eierkonsentrasjon og lovens investorbeskyttelse som ble diskutert i del 2. Kontinentet har gjennomgående fransk rettstradisjon og tilhørende lav investorbeskyttelse, mens Norges skandinaviske lovgivning har høyere investorbeskyttelse.³

³ På samme tidspunkt var eierkonsentrasjonen målt ved største eiers andel 14% i England og 3% i USA. Siden begge disse landene har spesielt høy eierbeskyttelse i loven, er dette mønsteret konsistent med den samme ideen om at eierkonsentrasjonen synker når jussen er på eiernes siden.

Figur 3 Eierkonsentrasjon og lønnsomhet i norske børsnoterte selskaper 1989-1997. Lønnsomhet er målt som selskapets markedsverdi per krone bokverdi.



Netto lønnsomhetseffekt av eierkonsentrasjonens fordeler og ulemper er visualisert i figur 3. Her måles lønnsomhet ved Tobin's Q, som vi operasjonaliserer ved forholdet mellom selskapets markedsverdi og bokverdi. Kurven, som kommer fra koeffisientene i en lineær, multipl regresjon, reflekterer den marginale lønnsomhetseffekten av eierkonsentrasjon når alle andre eiermekanismer fra figur 1 settes til sin gjennomsnittsverdi i utvalget.

Kurven viser at eierkonsentrasjon har negativ verdiskapingseffekt. Det typiske selskapet på Oslo Børs produserer derfor mer verdier per krone bokverdi når eierstrukturen er flat og åpen enn konsentrert og lukket. Dette er i tråd med nylig empiri fra Tyskland, men mer sjelden i andre land, hvor de fleste finner enten ingen eller en positiv sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet.

3.2 Eiertype

Teorien sier at på grunn av insentiver er direkte eierskap bedre enn indirekte fordi det indirekte innebærer at én agent skal kontrollere minst én annen agent på prinsipalens vegne (delegated monitoring). Personlige eiere, dvs. prinsipaler som bare overvåker én agent, er derfor bedre eiere enn de indirekte. Dette gjelder uansett om det indirekte eierskapet skjer via staten eller et privat selskap som ledes av andre enn prinsipalen. På den annen side kan det indirekte eierskapet være mer kompetent enn det direkte, slik som når et private equity fond ledes av agenter med lang leder- og styreefaring. Da vil negativ insentiveffekt bli motvirket av positiv kompetanseffekt.

Populær oppfatningen for tiden ser ut til å være økende tro på at statlig eierskap er problematisk. Argumentene er at eierstyringskompetansen er svak og at staten lett blander sine roller som eier, regulator og kontrollør. På reguleringssiden er det verd å merke seg at utenlandsk eierskap ble diskriminert fram til 1995. Da tvang EØS-avtalen Norge til å utvikle en regel om at utenlandske eiere som gruppe ikke kunne eie mer enn 1/3 av stemmeberettigede aksjer i et norsk aksjeselskap.

Samme oppfatning om at nasjonale eiere er mer verd enn internasjonale ligger trolig bak statens nåværende eierpost i DnB NOR, som gir negativ kontroll. Tanken er neppe at staten utøver spesielt verdifulle eierfunksjoner, men snarere at statens aksjepost hindrer utlendinger i å utøve eierskap på en måte som landet ikke er tjent med. Selv har jeg ennå ikke sett klare samfunnsøkonomiske begrunnelser for å bruke statlige midler til å hindre utenlandsk eierinnflytelse over privat næringsvirksomhet.⁴

Sammenlignet med Europa for øvrig viser empirien at Norge har Europas laveste direkte eierskap. Kun 8% av markedsporteføljen på Oslo Børs eies av personlige investorer, mens snittet i Europa ellers er 28% i andre halvdel av 1990-tallet. Kanskje er det to generasjoner med skattedrevet inntektsutjevning i Norge og mange år med banksparing framfor aksjesparing som er hovedkreftene bak denne forskjellen. Andelen direkte eierskap i Norge er dessuten fallende over tid i nittiårene, mens det motsatte gjelder for institusjonelt eierskap (bank, forsikring og fond). Norske institusjoner eier drøye 20% av markedsporteføljen i slutten av undersøkelsesperioden, og den stigende andelen over tid samsvarer med tilsvarende tendens i andre vestlige land. Det er likevel fortsatt stor avstand til eierstrukturen i Europas største aksjemarked i London. Der eier institusjonene ca 70% av markedsporteføljen.

I tråd med resultater fra USA tilsier også funnene fra Norge at direkte eierskap er positivt korrelert med selskapets verdiskaping. For de andre eiertyperne finnes ingen klare sam-

menhenger.⁵ Generelt kan det konkluderes med at eierskap utøvd av direkte eiere har bedre lønnsomhetseffekt enn indirekte. Dette gjelder uansett om det indirekte eierskapet er statlig eller privat.

3.3 Innsideeierskap

Med innsideeiere mener jeg eiere som deltar i styret og daglig ledelse. I børsterminologien er dette de såkalte primærinnsiderne. På dette området mener nok de fleste at ansatteeierskap i moderat omfang er en fornuftig ordning. Reguleringen, som retter seg mot børsnoterte selskaper spesielt, har derimot som utgangspunkt at fordi innsideeiere kan ha privat informasjon, må de andre eierne beskyttes. Selv om handel med privat informasjon er forbudt uansett hvem eieren er, er det imidlertid bare innsideeierne som må rapportere alle sine transaksjoner i selskapets aksjer til Oslo Børs. Dette må skje senest dagen etter handelen, og børsen rapporterer dette umiddelbart videre til markedet. I visse perioder av året, slik som rundt framleggelse av årsregnskapet, har dessuten innsiderne totalforbud mot handel.

Det er to teoretiske hovedargumenter for at innsideeierskap er gunstig. Det første er at aksjeeie hos ledelsen reduserer kløften mellom eierskap og kontroll. Dette bidrar til at gulrot (insentiver) erstatter pisk (kontroll). For det andre har en aksjonær både bedre informasjon og mer innflytelse som innsideeier enn som utsideeier (dvs. utenfor styre og ledelse). Innsideeierskap er derfor i så måte en spesielt god form for eierskap.

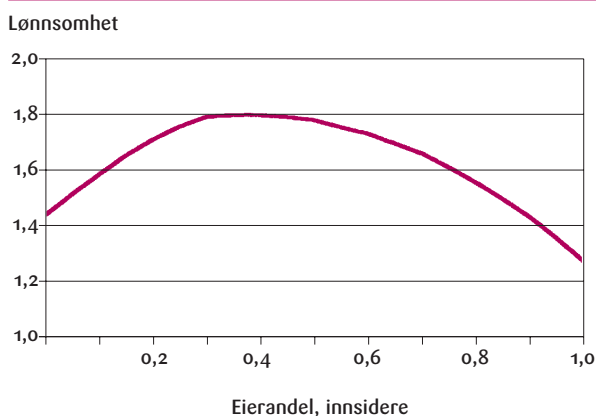
Kostnadene ved innsideeierskap er for det første diversifiseringstapet, som ble diskutert i avsnitt 3.1. Dette er særlig problematisk for ledelsen, som også mottar sin lønn fra den samme kilden som skaper aksjeverdien, dvs. selskapets framtidige kontantstrøm. Den andre kostnaden ved innsideeierskap er den potensielle konflikten mellom store og små eiere. Dersom store eiere får spesielt høy makt gjennom styrerepresentasjon, blir innsidernes fristelse tilsvarende stor til å berike seg på utsidernes bekostning.

⁴ Statlig eierskap målt ved andel eid av børsnotert markedsportefølge har omtrent doblet seg fra snau 20% i nittiårene til ca 40% i dag. Til tross for at staten nylig har solgt seg betydelig ut av næringsvirksomhet, slik som i Statoil og Telenor, indikerer altså disse børstallene at statlig eierandel har økt. Forklaringen er at samlet statlig eierandel i norsk næringsvirksomhet har falt, mens andelen i den børsnoterte delen av dette eierskapet har steget. Økt statlig eierandel i børsnotert verdiskaping skyldes for det første at to av de delprivatiserte selskapene er blitt børsnotert (Statoil og Telenor). For det andre ligger den gjenværende statlige eierandelen i disse to delprivatiserte selskapene betydelig over statlig eierandel av Oslo Børs før privatiseringen.

⁵ Studier fra andre land har tidligere vist at selskaper med høyt utenlandsk eierskap er mer lønnsomme enn tilsvarende nasjonalt eide selskaper. Det ser imidlertid ut til at det primært er selskapstypen snarere enn eiertypen som driver denne sammenhengen. Multinasjonale selskaper, som har høyt internasjonalt eierskap, gjør det bedre enn tilsvarende nasjonalt eide selskaper ikke fordi de multinasjonales eiere er utenlandske, men fordi selskapet er multinasjonalt. Se http://epub.wu-wien.ac.at/dyn/virtlib/wp/mediate/epub-wu-01_5f3.pdf?ID=epub-wu-01_5f3 for en oversikt over denne litteraturen.

Nettoen av disse fordelene og ulempene gir en prediksjon om at verdiskapingen stiger med innsideandelen i begynnelsen (positiv insentiv- og kontrolleffekt dominerer), mens verdiskapingen lider når innsideandelen overstiger et visst nivå (eierkonflikten og likviditetstapet dominerer). Figur 4 viser at denne teoretiske sammenhengen også holder empirisk i Norge. Kurven samsvarer dessuten godt med funn fra tilsvarende undersøkelser i USA. På samme måte som i figur 3 er kurven konstruert utfra koeffisientene i en lineær, multipl regresjon, som i figur 4 også inneholder et kvadratisk ledd for innsidekonsentrasjonen. Kurven viser marginal lønnsomhetseffekt av innsideeierskap når de andre eiermekanismene fra figur 1 settes til utvalgets gjennomsnittsverdi.

Figur 4 *Innsideeierskap og lønnsomhet i norske børsnoterte selskaper 1989-1997. Lønnsomhet er målt som selskapets markedsverdi per krone bokverdi.*



Figuren forteller at lønnsomheten stiger med økende innsideandel opp mot ca 40%, for deretter å avta. Gjennomsnittlig innsideandel i utvalget er for øvrig 8%. Dette tyder på at høyere innsideandel er et ubenyttet verdioverpotensial for norske børselskaper flest.

Den fallende delen av kurven tyder på at majoritets-minoritets-konflikten er reell i praksis. Markedsverdien lider når innsiderne blir spesielt sterke. Noen ganger slår dette ut i åpne konflikter eierne i mellom som må løses av utenforstående tredjepart. Eksempelvis har mer enn 60 slike saker endt opp i norske domstoler siden 1976, da eiere med minst 90% eierandel fikk lovbestemt rett til å tvangsinnløse minoriteten. Slike rettssaker dreier seg om verdsettelsen av minoritetsaksjene, og minoritetspåstanden er unntaksløst at aksjekursen ved tvangsinnløsningen og den kursen majoriteten tvangsinnløste til underestimerer

aksjenes virkelige verdi. Rettens oppgave er å anslå denne verdien.

3.4 Eiervarighet

Spiller det noen rolle om eierne er kortsiktige eller langsiktige, dvs. sitter lenge eller kort tid på sine aksjer? Dette spørsmålet er nesten ikke analysert teoretisk. Mangelen på tidsserier om eierskap er dessuten så stor internasjonalt at problemstillingen heller ikke har vært skikkelig belyst empirisk.

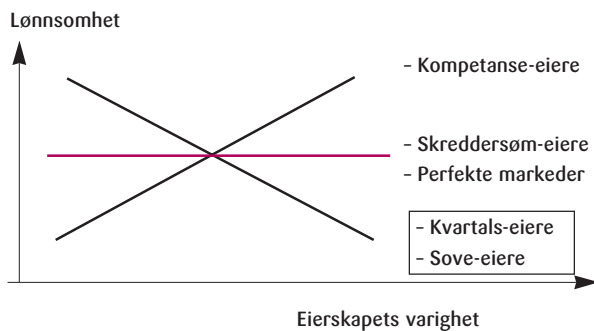
Mange synes å bruke begrepet langsiktighet som et honnørord og kortsiktighet som et skjellsord. Bak en slik oppfatning ligger trolig en ide om at mens langsiktige eiere er gode eiere, så gjør de kortsiktige mer skade enn gagn for selskapet. Er det virkelig så enkelt?

Det første å merke seg er det enkleste. Ingen bør bli overrasket over at ledere selv, utfra egeninteresse, fristes til å prise langsiktig eierskap og så tvil om det kortsiktige. Dette fordi investorer med langsiktig eierstrategi typisk vil utøve mindre daglig trykk på ledelsen, gi dem større fleksibilitet og tolerere lenger tid før gode resultater blir levert.

Fra et eierperspektiv er det imidlertid ikke vanskelig å finne argumenter som alternativt støtter langsiktig eierskap, kortsiktig eierskap, og ingen av delene. Argumentet i favør av langsiktighet er at godt eierskap forutsetter kompetanse, og at innsikten i selskapets utfordringer først kommer når eierne har vært i selskapet en stund og lært tilstrekkelig om dets særpreg (kompetanse-eiere). Motsatt kan det hevdes at langsiktige eiere er slappe og ettergivende fordi de tar seg for god tid og krever for lite av ledelsen (sove-eiere). I så fall er de beste eierne de som er troløse og krevende. De får ledelsen til å stå på tærne gjennom trusselen om at de vil selge seg ut raskt og nådeløst hvis selskapet ikke presterer som forventet.

Utålmodige eiere kan imidlertid skade selskapet hvis de indirekte tvinger ledelsen til å ta uøkonomiske beslutninger. Dette skjer lett med eiere som ikke er i styret, og som derfor primært bruker offentlig informasjon generelt og regnskapsdata spesielt til å bedømme selskapets framtidige inntjeningspotensial. Særlig i USA har det i lengre tid vært kraftig kritikk av eiere som selger seg ut raskt og dermed presser kursene dersom kvartalsresultatet ikke tilsvarende finansanalytikernes forventninger (kvartals-eiere). Dette skaper et press på å holde de korte regnskapsresultatene

Figur 5 Hypoteser om eiervarighet og lønnsomhet. Hypotesen med best støtte i data fra norske børsnoterte selskaper 1989-1999 er markert med ramme.

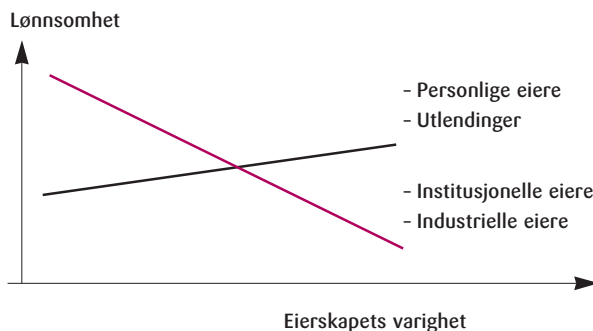


tatene opppe. I sin tur frister dette ledelsen til å velge realinvesteringer med kort inntjeningstid framfor mer lønnsomme prosjekter som krever lenger tid før regnskapsresultatene kommer.

I en slik situasjon med asymmetrisk informasjon mellom selskap og eiere kan konsekvensen bli at kvartalseiere holder seg lengst i selskaper som leverer gode kvartalsresultater lengst mulig. Dette blir imidlertid de minst lønnsomme selskapene over tid fordi de overinvesterer i kortsiktige prosjekter. Ved kvartals-eierskap er derfor lønnsomheten lavere desto lenger eierskapet varer. Den forventede sammenhengen mellom eiervarighet og lønnsomhet er altså som ved sove-eierskap, men forklaringen er en annen.

Det er imperfeksjoner som gjør at eiervarigheten samvarierer med verdiskapingen. Med perfekte kapitalmarkeder, symmetrisk informasjon og null agentkostnader er derfor eiervarighet irrelevant for lønnsomhet. Selv uten så sterke forutsetninger kan likevel eiervarighet være uten betydning. Eksempelvis kan lønnsomme, langsiktige realinvesteringer være vanskelig å gjennomføre dersom uinformerte eiere stadig kommer og går. Eierskifter gir lett styreenndringer, og nye styremedlemmer kan mangle den innsikten de gamle hadde om verdien av det langsiktige prosjektet. I så fall kan det finnes en optimal kopling mellom lengden på eierskapet og lengden på realinvesteringene: Jo lenger den optimale prosjektlengthen er, desto lenger er den optimale eiervarigheten (skreddersøm-eiere). Når denne optimale koplingen først er skjedd, er det imidler-

Figur 6 Eiervarighet og lønnsomhet for ulike eiertyper i norske børsnoterte selskaper 1989-1999. Lønnsomhet er målt som selskapets markedsverdi per krone bokverdi.



tid ingen sammenheng mellom eiervarighet og lønnsomhet.⁶

Figur 5 oppsummerer disse alternative teoriene. Argumentet om kompetanse-eiere tilsier en positiv sammenheng mellom eiervarighet og lønnsomhet (stigende kurve). Skreddersøm-eiere eller perfekte markeder betyr ingen sammenheng (flat kurve), mens kvartals-eiere eller sove-eiere begge tilsier et invers forhold mellom eiervarighet og lønnsomhet (fallende kurve).

Samtidig viser figuren hovedresultatet av de empiriske testene for Norge. Dette er markert gjennom rammen rundt den forklaringen som får best støtte fra dataene. Vi finner altså en invers sammenheng mellom eiervarighet og lønnsomhet. Dette er konsistent med hypotesene om sove-eiere og kvartals-eiere (fallende kurve).

Dette resultatet bryter med populæroppfatningen om at langsiktig eierskap har best kvalitet og støtter argumentet om at langsiktige eiere er slappe (sove-eiere). Resultatet er også konsistent med ideen om at rastløse og uinformerte eiere bare slår seg til ro hvis de stadig fores med sterke kvartalsresultater på en måte som ødelegger selskapets verdiskapingsevne på lengre sikt.

Figur 5 skiller ikke mellom ulike eiertyper. Utfra argumentene og de empiriske resultatene fra avsnitt 3.2 er det imidlertid verd å undersøke om hovedresultatet også gjelder uansett eiertyper. Figur 6 viser at dette ikke er tilfelle.

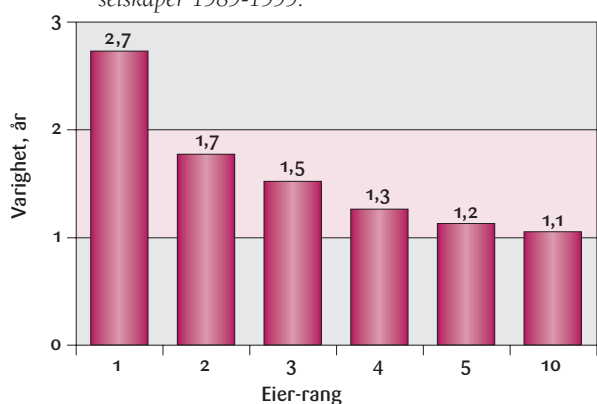
⁶ Tilsvarende kan det argumenteres for at selskaper trenger ulike typer eiere i ulike deler av sin livssyklus. Eksempelvis kan forholdsvis passive institusjonelle eiere uten styreplass fungere godt i stabile perioder, men være helt utilstrekkelig når selskapet må gjennom store omstillinger.

Figuren visualiserer at den negative sammenhengen mellom eiervarighet og lønnsomhet fra figur 5 drives av institusjonelle og industrielle eiere, men ikke av personlige og utenlandske. Med industrielle eiere menes norske selskaper som ikke er finansielle institusjoner, slik som industribedrifter. Den negative sammenhengen for institusjonelle og industrielle eiere er mer signifikant både økonomisk og statistisk enn hva den positive er for de to andre eiertyperne.

Gjennomgående tyder disse resultatene på at det er lettere å påvise negative enn positive sammenhenger mellom eierlengde og lønnsomhet. Det ser også ut til at direkte eierskap, som fungerer best i statistiske modeller (se avsnitt 3.2), har samme egenskap over tid.

Mange blir trolig overrasket over dette resultatet, siden det sår betydelig tvil om det langsiktige eierskapets velsignelser. Overraskelse nummer to blir da kanskje at langsiktig eierskap er unntaket og ikke regelen. Figur 7 illustrerer dette.

Figur 7 Gjennomsnittlig eiervarighet i norske børsnoterte selskaper 1989-1999.



Søylene viser, fra venstre mot høyre, gjennomsnittlig eiervarighet for de av selskapets eiere som har rang (utfra eierandel) på henholdsvis 1, 2, 3, 4, 5 og 10. Her ser vi at selskapets største eier i gjennomsnitt sitter på denne posisjonen i mindre enn tre år. Eiervarigheten avtar monotont med eierens rang. Eksempelvis har nest største eier ett år kortere varighet enn den største og et halvt år lenger varighet enn den femte største.

Igen viser det seg at dette mønsteret varierer med eiertyper. For selskapets største eier er gjennomsnittvarigheten

fem år hvis eierskapet er personlig eller statlig og ca to når eieren er utenlandsk eller en norsk finansiell investor. Eierskapet varer dessuten lenger jo høyere eierandel det ligger bak rangen som selskapets største aksjonær. Eieren holder dessuten rangen kortere i finansielle selskaper enn andre steder.

4 OPPSUMMERING OG KONKLUSJON

Klassisk mikroøkonomi har verken begrepsapparat eller arbeidsoppgaver for egenkapital utover at den kan finansiere realinvesteringer. Med utgangspunkt i kjennetegn ved selskaper som ikke kan forklares innenfor en slik ramme har jeg i denne artikkelen introdusert fire eierstyringsmekanismer kalt henholdsvis eierstruktur, styrestruktur, lederstruktur og kapitalstruktur. Dette er produksjonsfaktorer som eierne kan bruke for å påvirke selskapets verdiskapingsevne. De reflekterer at egenkapital ikke bare er finansiering, men også eierfunksjoner, og at det siste kan være mer kritisk enn det første.

Eierstyring blir aktuelt når eierskap skilles fra kontroll. Dette skjer lettest i et børsnotert selskap, der tusenvis av aksjonærer med små eierandeler delegerer sin eiermakt over egne midler til selskapets ledelse. På samfunnsøkonomisk nivå synes dette perspektivet spesielt sentralt for Norge, siden nasjonens utfordring ikke er mangel på kapital, men mistanker om at eierutøvelsen er svak fordi unormalt mye eierskap ligger i statlige hender. Siden det ikke finnes statsfinansielle argumenter for statlig nedsalg og børsnotering i Telenor og Statoil, er det dessuten vanskelig å se hvordan norsk privatisering kan begrunnes med annet enn eierstyringsargumenter.

Artikkelen har fokusert på eierstruktur som eierstyringsmekanisme. Denne dreier seg om dimensjonene eierkonsentrasjon, eiertype, innsideiere og eiervarighet. Basert på data fra norske børsnoterte selskaper i 1990-årene finner vi at sammenlignet med andre europeiske land har Norge lav eierkonsentrasjon samt lavt og fallende direkte eierskap. Eierløse styrer er regelen, og langsiktig eierskap er både sjeldent og oppskrytt. Den økonomisk sett gode eierstrukturen kjennetegnes av direkte, langsiktige eiere som også deltar i styret. Verdiskapingen er dårligst i selskaper med eiere som er indirekte, langsiktige og ikke tar styreplass.

Forskningsmessig er det meste gjort innenfor eierstyring. Det mangler stringent teori, hvilket skaper problemer for

dem som vil gjøre empirisk arbeid. Intet av dette er overraskende eller noe å skamme seg over i et fagfelt som knapt eksisterte for ti år siden. Nå om dagen er tendensen å ta skrittet videre fra den type analyser som er referert i denne artikkelen, dvs. sammenhengen mellom eierstyringsmekanismer og lønnsomhet. Ny forskning fokuserer mer på hva eierstyringen betyr for de mellomliggende variablene, dvs. for selskapets drifts- og investeringsbeslutninger. Et eksempel på en slik ny problemstilling er hvordan kvaliteten på eierstyringsmekanismene påvirker selskapets evne til å innovere og investere.

Politisk synes de mest aktuelle eierstyringsmekanismene i Norge for tiden å være kjønnskvoteerte styrever, privatisering og nasjonalt eierskap. Et eierstyringsperspektiv på disse sakene ville for det første tilsi at hvis hovedpoenget med styrevervoting er verdiskaping snarere enn likestilling, er det mer presserende å kvotere inn fraværende eiere enn fraværende kvinner. Kanskje det gode kompromisset ville være å kvotere kvinnelige eiere?

På privatiseringsområdet synes det derimot som om eierstyringsperspektivet dominerer i meste laget. Det ser ut til å være en implisitt forutsetning hos mange som sier eller gjør noe her at det meste blir bedre for de fleste hvis bare eierskapet flyttes fra statlige til private hender. Tilsvarende

lite sies om hvilke andre grunner enn eierstyring det kunne finnes for at eierskap bør eller ikke bør forbli på statlige hender. Endelig mangler det fortsatt en grundig analyse av hva den samfunnsøkonomiske verdien skulle være av at privat næringsvirksomhet kontrolleres av norske og ikke av utenlandske eiere. Generelt dreier dette seg om hensikten med å begrense internasjonal konkurranse i markedet for eierskap.

Så vidt jeg har kunnet registrere har forsøkene på å besvare disse tre spørsmålene vært dominert av partsinnlegg og atskillig politisk retorikk. Jeg tror en økonomisk analyse som inkluderer et eierstyringsperspektiv vil gjøre det lettere å skille de dårlige argumentene fra de gode.

REFERANSER:

Becht, M, P. Bolton og A. Roëll (2002): «Corporate governance and control», i G. Constantinides, M. Harris og R. Stulz (red), *Handbook of the economics of finance*, North-Holland.

Shleifer, A. og R. W. Vishny (1997): «A survey of corporate governance», *Journal of Finance* 52, Nr. 2, 737-783.

Tirole, J. (2001): «Corporate governance», *Econometrica* 69, Nr. 1, 1-35.



RANDI NÆS
Seniorrådgiver ved Forskningsavdelingen, Norges Bank

JOHANNES SKJELTORP
Forsker ved Forskningsavdelingen, Norges Bank

Har aksjepremien krympet?

Forventet avkastning i aksjemarkedene utover avkastningen på risikofrie plasseringer er en svært viktig beslutningsvariabel for finansielle investorer. En sammenfatning av nyere litteratur viser en kraftig nedjustering av forventet aksjepremie både blant akademikere og praktikere. Dette henger trolig sammen med flere nye teoretiske og empiriske studier som argumenterer for at realisert aksjepremie har vært unormalt høy etter andre verdenskrig. Artikkelen oppsummerer senere års litteratur og debatt om aksjepremien.

1 INNLEDNING

Med aksjepremien menes avkastning i aksjemarkedene utover avkastningen på risikofrie plasseringer. Det er viktig å være bevisst på skillet mellom forventet og realisert aksjepremie. Den forventede aksjepremien er ikke observerbar og knyttes i teorien til den meravkastning investorer i markedet krever for å påta seg risiko.¹ Det er etter hvert vanlig å anta at den forventede risikopremien kan variere over tid, i takt med konjunktorene i økonomien, som følge av variasjoner i investorenes marginalnytte av konsum. For investeringsbeslutninger er det den forventede aksjepremien som er viktig. Den realiserede aksjepremien bestemmes av svingningene i realisert avkastning på aksjer og statsobligasjoner/statsobligasjoner og vil typisk avvike fra den forventede aksjepremien. Sett i forhold til observerte svingninger i konsumet har den historiske realiserede risikopremien for å eie aksjer vært svært høy over det siste hundreåret.

Størrelsen på forventet aksjepremie har alltid vært gjenstand for debatt både innenfor akademiske kretser

og i praktiske investeringsmiljøer. For et land som har plassert over 1000 milliarder kroner i internasjonale kapitalmarkeder, er det verdt å merke seg en markant reduksjon i senere års estimater på forventet aksjepremie både blant akademikere og praktikere. Mens det frem til slutten av nittitallet var vanlig å anta en forventet aksjepremie på rundt 7-8 %, er gjennomsnittet av publiserte forventninger fra 2001 og fremover nedjustert til mellom 4 og 5 %.

Det er særlig to problemstillinger som er viktige for å ta stilling til om nedjusteringen av forventet aksjepremie er rimelig. Den ene er hva årsakene har vært til den høye historiske aksjepremien, og den andre er om variasjoner over tid i den realiserede aksjepremien kan predikeres.

Gåten om den høye historiske aksjepremien ble introdusert i Mehra og Prescott (1985). Artikkelen viser at en forventet aksjepremie i samme størrelsesorden som den gjennomsnittlige historiske realiserede aksjepremien ikke kan

¹ Den totale aksjepremien inneholder også komponenter som ikke er knyttet til risiko, slik som transaksjonskostnader og skatter, se for eksempel Bostock (2004).

forklares med rasjonell økonomisk adferd med mindre man antar en usannsynlig sterk grad av risikoaversjon blant investorer. En stor del av den etterfølgende litteraturen prøver å forklare den høye gjennomsnittlige historiske aksjepremien ved å utvide den teoretiske modellen i Mehra og Prescotts artikkel. Foreslåtte utvidelser inkluderer alternative preferansestrukturer, krisesannsynligheter, forsikrings- og lånebeskrankinger samt ulike former for transaksjonskostnader. Utvikling av mer realistiske beslutningsmodeller har gitt verdifull ny innsikt, men så langt har ingen modellspesifikasjon fullt ut lyktes i å løse gåten, verken over lange eller kortere tidsperioder.

En alternativ forklaring på aksjepremiegåten er at den gjennomsnittlige historiske aksjepremien har vært betydelig høyere enn det investorene faktisk forventet. Estimering av hvilken aksjepremie investorer har hatt rimelig grunn til å forvente opp gjennom det siste hundreåret, basert på en standard verdsettingsmodell og tilgjengelig informasjon på beslutningstidspunktet, indikerer at det har vært en overvekt av positive sjokk i perioden, særlig etter andre verdenskrig.² Disse resultatene taler for en nedjustering av forventet aksjepremie i forhold til den historiske aksjepremien. Et problem med å forklare en høy gjennomsnittlig historisk aksjepremie på denne måten, er at det innebærer at investorer må ha tatt systematisk feil over lange tidsperioder.

I en drøfting av problemstillingen om variasjoner i aksjepremien kan predikeres eller ikke, er det viktig å ha klart for seg skillet mellom betinget og ubetinget forventet aksjepremie. Det er vanlig å anta at aksjepremien varierer rundt et langsiktig likevektsnivå. Da vil avvik fra likevekt over en lang tidsserie i forventning være lik null slik at ubetinget og betinget forventning sammenfaller.³ Dersom aksjepremien *ikke* kan predikeres, vil gjennomsnittet over en lang tidsserie, for eksempel realisert aksjepremie over de siste 200 årene, være det beste estimatet på forventet aksjepremie uansett investeringshorisont. Dersom variasjoner i aksjepremien *kan* predikeres, og vi ønsker et estimat på forventet aksjepremie over for eksempel de neste 10-15 årene, bør vi betinge estimatet på nivået på relevante tilstandsvariable. Hypotesen om at aksjeavkastning kan predikeres på mellomlang sikt har hatt stor gjennomslagskraft. En faktor mange mener har en sterk prediksjonsevne er dividende i

prosent av pris (D/P). Nyere studier viser imidlertid at prediksjonsevnen til de fleste foreslåtte tilstandsvariable ikke er så robuste som man tidligere har trodd.

Et relativt nytt moment som har vært trukket fram i litteraturen er sammenhengen mellom aksjepremien og demografi. I mange land har økningen i aksjeverdier sammenfalt med en dramatisk økning i andelen av populasjonen som er mellom 40 og 65 år. Flere studier viser til at denne aldersgruppen sparer mest i aksjemarkedet, og hevder at økt tilflyt av kapital fra denne gruppen kan ha bidratt til den sterke veksten i aksjemarkedene etter andre verdenskrig. Dersom man har tro på slike resonnementer er det fornuftig å ha demografiske forhold med i analysen av betingede forventninger om aksjepremien.

I artikkelen oppsummerer vi først studier som beregner hva den realiserede aksjepremien har vært i ulike land over ulike tidsperioder (avsnitt 2). Deretter ser vi på studier som forsøker å forklare den høye historiske aksjepremien (avsnitt 3 og 4), diskuterer nyere studier om prediksjon av aksjepremien (avsnitt 5), ser på sammenhengen mellom demografi og avkastning i finansmarkedene (avsnitt 6), sammenfatter hva som synes å være oppfatningen i dag blant akademikere og praktikere om størrelsen på forventet aksjepremie (avsnitt 7), og gir noen avsluttende merknader (avsnitt 8).

2 HISTORISK AKSJEPREMIE I FORSKJELLIGE MARKEDER

I dette avsnittet oppsummerer vi de studiene som har beregnet den realiserede aksjepremien i forskjellige markeder. I likhet med det meste av den empiriske finansielle litteraturen benytter de fleste av disse studiene data fra USA. I de senere år har det imidlertid også kommet flere studier som dekker et bredere spekter av land. De nyeste og mest omfattende studiene som beregner aksjepremien internasjonalt er Dimson et. al (2002, 2004) og Kyriacou et. al (2004). Begge studiene ser på historisk aksjepremie i 16 land for en periode på mer enn 100 år.

En viktig problemstilling er om den realiserede aksjepremien bør uttrykkes som er aritmetisk eller geometrisk

² Eksempler på positive sjokk etter andre verdenskrig er en sterk produktivitetsvekst som følge av bedre teknologi, redusert avkastningskrav som følge av bedre diversifiseringsmuligheter og generelt bedret likviditet i finansielle markeder.

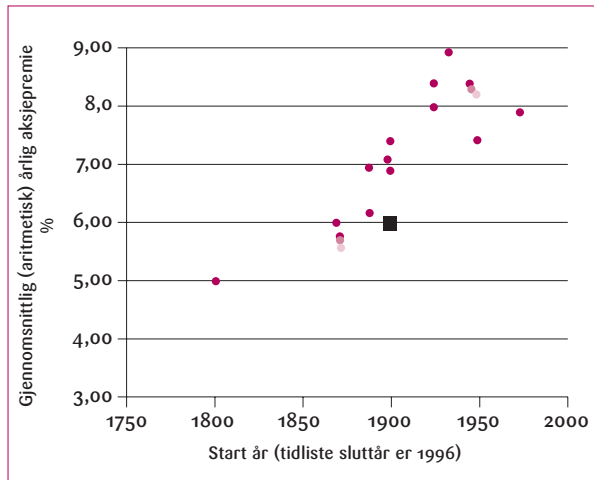
³ Et slikt argument forutsetter at man ikke har strukturelle brudd (som følge av for eksempel skattereformer) som gjør at sannsynlighetsfordelingen til forventet aksjepremie ikke er trukket fra den samme fordelingen som har generert historiske data.

gjennomsnitt. Det aritmetiske gjennomsnittet vil alltid være høyere enn det geometriske.⁴ Standarddeksempelen for å illustrere forskjellen mellom de to målene er en investor som over en to års periode oppnår årlige avkastninger på -50 % og +100 %. Et aritmetisk snitt på årlig avkastning er da 25 %, mens det geometriske gjennomsnittet er 0 %. I valget av metode må man ta stilling til hva man ønsker å bruke gjennomsnittet til. De studiene vi ser på argumenterer for at det aritmetiske gjennomsnittet er å foretrekke dersom man ønsker å estimere forventet aksjepremie fra et tilfeldig valgt tidspunkt. Dersom man tar utgangspunkt i et geometrisk gjennomsnitt, antar man at investoren holder en aksjportefølje over det tidsrommet man beregner gjennomsnittet, uten å rebalansere. Dette vil være riktig dersom man ønsker å måle hvilken realisert avkastning man ville ha oppnådd over denne investeringsperioden.⁵ I denne artikkelen referer vi til aritmetiske gjennomsnitt i teksten med mindre vi presiserer at vi snakker om geometrisk gjennomsnitt.

Studier som ser på historisk aksjepremie i det amerikanske markedet inkluderer Siegel (1998), Shiller (1990, 2001), Mehra og Prescott (1985, 2000), Ibbotson (2001) og Campbell (2001). Figur 1 oppsummer resultatene fra disse studiene for den historiske aksjepremien i USA⁶. Figuren plottet gjennomsnittlig årlig aksjepremie mot start år for dataseriene som er brukt i de respektive studiene. Alle studiene (utenom en som slutter i 1996) har tidsseriedata som slutter etter 2000, og den lengste serien i Siegel (1998) dekker 196 år. Den sorte firkanten i figuren representerer gjennomsnittlig aksjepremie for verden (bestående av 16 land) beregnet av Dimson et al (2004). Vi ser at aksjepremien i det amerikanske markedet for tilsvarende tidsperioder har ligget høyere enn verdensgjennomsnittet.

Figuren illustrerer at aksjepremien har variert mye i løpet av de siste århundrene og at størrelsen i stor grad avhenger av tidsserielengden og perioden man ser på. Ettersom det uforventede elementet i aksjepremien har forventning lik null på lang sikt (uavhengig om det er en tidsvariasjon

Figur 1 Gjennomsnittlig (aritmetisk) realisert årlig aksjepremie (%) i USA fra forskjellige studier.



i denne eller ikke), vil de lengste tidsseriene reflektere mer korrekte anslag på langsiktig ubetinget forventet aksjepremie. Figuren antyder at historiske gjennomsnitt som begynner sent inneholder en høy positiv uforventet premie på aksjer, for eksempel den gjennomsnittlige aksjepremien etter andre verdenskrig. Som vi kommer tilbake til under avsnitt 4 argumenterer flere studier for at dette blant annet er et resultat av en uforventet høy inntjeningsvekst i løpet av siste halvdel av 1900 tallet, se for eksempel Fama og French (2002).

Tabell 1 oppsummerer gjennomsnittlig årlig aksjepremie beregnet for 17 land over forskjellige tidsperioder i forskjellige studier (hovedsaklig Dimson et. al (2002, 2004) og Kyriacou et. al (2004)). Tabell 1 viser at det i de fleste land (utenom for Japan, Sverige, UK og Tyskland) er en tilsvarende sammenheng mellom lengden på beregningsperioden og størrelsen på aksjepremien som for det amerikanske markedet. I gjennomsnitt finner Kyriacou et. al (2004) en gjennomsnittlig aksjepremie på 6,96 % for alle de 16 landene i sin studie. Når de begrenser antall land til de 9 landene hvor de har komplette dataserier for hele 1900 tallet, er gjennomsnittet 7,04 %. Tilsvarende finner

⁴ Dersom aksjeavkastningen er lognormalfordelt vil forskjellen mellom de to målene være gitt ved halvparten av variansen til årlig volatilitet i avkastningen. Altså vil den historiske volatiliteten i ulike aksjemarkeder avgjøre hvor stor forskjell det er mellom de to gjennomsnittene. For eksempel var den aritmetiske gjennomsnittlige aksjeavkastningen USA i etterkrigstiden ca. 130 basispunkter høyere enn det geometriske gjennomsnittet.

⁵ Dette temaet er det ikke enighet om i litteraturen. Noen studier mener at årlige avkastninger er ukorrelert over tid, og at dersom formålet er å gi et estimat for neste år, vil det aritmetiske gjennomsnittet være det beste «unbiased» estimatet på aksjepremien. Andre empiriske studier mener at aksjeavkastninger er negativt seriekorrelerert. Dette vil føre til at det aritmetiske gjennomsnittet overestimerer aksjepremien, og at et geometrisk gjennomsnitt er mest riktig å bruke.

⁶ Tallene i figuren er fra: Dimson, Marsh, og Staunton (2004) [1900-2003], Siegel (1998) [1802-1998], Shiller (2001) [1870-1999, 1870-1999, 1974-1998], Fama og French (2002) [1872-2000, 1951-2000], Mehra og Prescott (1985, 2000, 1934-2000, 1946-2000) [1889-1978, 1889-2000], Ibbotson (2001) [1926-2000], Kyriacou, Madsen, og Masc (2004) [1871-2002, 1900-2002], Cochrane (1997) [1947-1996].