

# Unoterte aksjeselskaper er viktige, utforskede og spesielle

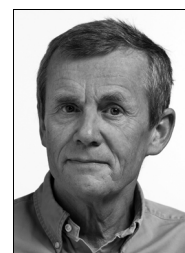
Janis Berzins og Øyvind Bøhren

JANIS BERZINS og ØYVIND BØHREN er hhv. førsteamanuensis og professor ved Institutt for finansiell økonomi, Senter for eierforskning, Handelshøyskolen BI. De siste par årene har de to særlig forsket på eierstyring og bedriftsøkonomi i den delen av norsk næringsliv som ikke er notert på Oslo Børs. E-post: janis.berzins@bi.no, oyvind.bohren@bi.no

*I artikkelen viser vi at unoterte selskaper representerer en mye større del av norsk verdiskaping enn hva selskapene på Oslo Børs gjør. Likevel er både eierstyring og bedriftsøkonomi i unoterte selskaper langt mindre analysert enn i børsnoterte selskaper. Vi dokumenterer at eierskap, styre og ledelse ser svært annerledes ut i unoterte enn i noterte selskaper. Disse særtrekkene gir helt andre eierutfordringer enn i et børselskap.*



JANIS BERZINS



ØYVIND BØHREN

## 1 Motivasjon

Det er betydelig allmenn interesse for sammenhengen mellom eierstyringen (corporate governance) på den ene siden og bedriftens økonomi på den andre. Det grunnleggende spørsmålet her er hvordan eierstruktur, styresammensetning og ansatteinsentiver påvirker bedriftens evne til å vokse og omstille seg på en lønnsom måte (Tirole, 2006). Spiller det eksempelvis noen rolle om bedriften har én stor eier eller mange små, om eierne er statlige eller private, om de private eierne er institusjoner eller familier, om eierskapet er kortsiktig eller langsiktig, om eierne er med i styret, om styret er kjønnsblandet, om de ansatte er representert i styret, om de har aksjer, eller om lønnen er fast eller prestasjonsbasert? Hva betyr slik eierstyring for bedriftens økonomi,

slik som kapitalkostnad, investeringsvolum, innovasjonsevne, sysselsetningsvekst, finansieringsmåte, utbyttepolitikk og kapitalavkastning?

Det trengs velfunderte svar på slike spørsmål for å utvikle gode eierstyringsmodeller i den enkelte bedrift. Gode svar er også nødvendig for å utforme vellykket offentlig politikk for eierskapets rammevilkår. Nylig gjennomført forskning har da også forbedret innsikten i hva som skiller god eierstyring fra dårlig. Imidlertid gjelder denne forskningen nesten utelukkende børsnoterte selskaper. Unotert sektor, altså selskapene som ikke er på børsen, er praktisk talt ikke analysert, verken i Norge eller internasjonalt. Både nasjonaløkonomisk og for den enkelte bedrift er denne situasjonen uheldig av minst to grun-

ner. For det første skal vi dokumentere at verdiskapingen er langt høyere i unotert enn i notert sektor. For det andre viser vi at både rammebetingelser og eierstruktur er annerledes for unoterte selskaper. Dette gjør at deres eiere står overfor andre styringsutfordringer enn i børsselskapene. Kunnskapsgrunnlaget om eierstyringen er med andre ord svakest i den nasjonaløkonomisk største sektoren.

Vår artikkel gir et første bidrag til økt innsikt i unoterte selskapers økonomi. Vi gjør dette ved å påvise særtrekk ved denne selskapstypen basert på data fra samtlige norske noterte og unoterte aksjeselskaper i perioden 1994–2005. Dette representerer omtrent 75 000 aktive selskaper per år. I neste avsnitt gir vi en kort oversikt over eksisterende litteratur om unoterte selskaper. Datasettet presenteres i avsnitt 3, mens avsnitt 4 dokumenterer størrelsen på unotert sektor. Avsnitt 5 viser særtrekk ved eierskapet, mens vi skisserer de unoterte selskaperenes særegne bedriftsøkonomiske utfordringer i avsnitt 6. En kort oppsummering følger i avsnitt 7.

## **2 Eksisterende forskning om eierstyring og bedriftsøkonomi i unoterte selskaper**

Forskning i finansiell økonomi (Eckbo, 2008) og eierstyring (Becht et al., 2003) dreier seg nesten utelukkende om børsnoterte selskaper. Den mest åpenbare grunnen til denne skjevheten er mangelen på økonomiske data om unoterte selskaper. Eksempelvis er verken regnskapsdata, eierdata eller styredata om unoterte selskaper offentlig tilgjengelig i USA. Avsnitt 3 vil vise at her representerer Norge den motsatte ytterlighet. Datatilgjengeligheten er nemlig omtrent like god for unoterte selskaper som for noterte. Dette gir potensial for en type bedriftsøkonomisk forskning i Norge som vanskelig kan gjøres i andre land.

Men kan ikke eksisterende innsikt om noterte selskaper bare overføres direkte til de unoterte? Korrekt svar kan ikke gis med sikkerhet før de unoterte selskapene er undersøkt på lik linje med de noterte, dvs. om mange år. Likevel er det god grunn til å hevde allerede nå at det korrekte svaret på spørsmålet vil bli nei. Unoterte selskaper opererer nemlig under andre rammebetingelser enn de noterte. Og ifølge teorien vil disse rammebetingelsene påvirke selskapets atferd gjennom dets eierstyring, investering, finansiering og lønnsomhet (Berzins et al., 2008). Her gjennomgår vi tre slike sentrale forskjeller i rammebetingelser, mens avsnitt 6 går spesifikt inn på atferdsforskjeller.

For det første har ikke et unotert selskap tilgang til et likvid emisjonsmarked for egenkapital, dvs. for nytt eierskap. Det mangler også et marked for kjøp og salg av eksisterende eierskap, dvs. for tidligere emitterte aksjer. Investor kan heller ikke selge sine aksjer til lav kostnad hvis selskapets utbytte er for lavt i forhold til investors likviditetsbehov.

For det andre er unoterte selskaper mindre transparente enn noterte. Eksempelvis evalueres ikke ledelse og økonomi systematisk og fortløpende av finansanalytikere og næringslivspresse. Kreditorer og minoritets-eiere kan derfor oppleve et større informasjonsunderskudd overfor ledelse og kontrollerende eiere enn i børsselskaper.

Den tredje forskjellen i rammebetingelser er at minoritets-eiere i unoterte selskaper har lavere rettsbeskyttelse. I motsetning til i noterte selskaper må ikke aksjonærer som bryter gjennom bestemte eierskapsgrenser by på de resterende aksjene gjennom et pliktig tilbud. Ei heller må de flagge ved andre eierskapsgrenser. I norske noterte selskaper er grensen for pliktig tilbud 40 %, mens flaggingsgrensene er 5, 10, 20, 33, 50, 67 og 90 %. Ingen slike grenser eksisterer utenom

børs. Også ved innsidehandel er minoriteten mindre beskyttet i unoterte selskaper. Såkalte primærinnsidere (først og fremst ledelsen og styret) i norske noterte selskaper må rapportere til Børsen senest morgenen etter at handelen skjedde. I et unotert ASA må det kun rapporteres til selskapets styre, men informasjonen er ikke offentlig. I et AS finnes ingen spesiell rapporteringsplikt for innsidehandel overhodet.

Den internasjonale forskningslitteraturen har nettopp begynt å studere unoterte selskaper, men strever med datatilgang. Derfor er det ikke så mye å rapportere om. Bennedsen et al. (2006, 2007) undersøker sammenhenger mellom lønnsomhet, styrestørrelse og lederskifter ved hjelp av et lite antall selskapsegenskaper i et stort utvalg noterte og unoterte selskaper fra Danmark. En håndfull studier bruker selskapsinformasjon fra Amadeus-databasen. Denne inneholder regnskapsdata og noen få eieregenskaper for et utvalg selskaper i ca. 40 europeiske land. Giannetti (2003) bruker slike data til å undersøke hvordan nasjonale ulikheter i kapitalmarkedsutvikling påvirker gjeldsgraden i noterte kontra unoterte selskaper. Giannetti og Ongena (2008) studerer hva inntreden av utenlandske banker i østeuropeiske land betyr for finansiering og vekst i unoterte selskaper. Klapper et al. (2006) analyserer hvordan et lands regulering påvirker nyetablering og nedleggelse av bedrifter.

Familier er trolig den vanligste eiertypen i unoterte selskaper i alle land (Faccio et al., 2001). Det er derfor symptomatisk for skjevheten i litteraturen at de tre mest kjente studiene av familieselskapers eierstyring og lønnsomhet kun analyserer børselskaper (Anderson og Reeb, 2003; Villalonga og Amit, 2006; Maury, 2006). Igjen er forklaringen mangel på data.

Claessens og Tzioumis (2006) er den eneste studien vi vet om som direkte ser på

hva noteringsstatus betyr for eierskapet. De undersøker et lite utvalg selskaper i 19 europeiske land og gir et verdifullt første innblikk. Samtidig reflekterer analysen at det meste av arbeidet på dette feltet fortsatt er ugjort. Eksempelvis kan ikke forfatterne skille mellom innsideeiere (ledelse og styre) og utsideeiere fordi Amadeus ikke har data om innsideeiere. I noterte selskaper er imidlertid skillet mellom disse to eiertypene avgjørende for sammenhengen mellom eierstyring og lønnsomhet (McConnell og Servaes, 1990; Gugler, 2001). Claessens og Tzioumis ser også bort fra styresammensetning, selv om det er velkjent at i noterte selskaper påvirker styresammensetning både andre eiermekanismer og lønnsomhet (Hermalin og Weisbach, 2003). De studerer dessuten bare store unoterte selskaper med lignende størrelse som noterte. Som vi skal vise i avsnitt 4, er imidlertid et typisk notert selskap hundre ganger større enn et unotert. Det er derfor ikke gitt at funn fra store, unoterte selskaper også gjelder for unoterte selskaper generelt.

**Den internasjonale forskningslitteraturen har nettopp begynt å studere unoterte selskaper, men strever med datatilgang.**

### 3 Data

Vårt utgangspunkt er populasjonen av norske aksjeselskaper over tolvårsperioden 1994–2005. Vi har regnskapsdata for alle tolv årene, mens eierskapsdataene gjelder de siste seks årene. Datasettet, som er hentet fra Experian og SSB, er bredere, dypere og renere enn hva som har vært tilgjengelig tidligere. Dette skyldes at norsk lov pålegger alle aksjeselskaper å utarbeide et fullt årsregnskap etter tilnærmet samme mal. Regnskapet må dessuten godkjennes av en offentlig ser-

tifisert revisor. Disse reglene gjelder uansett selskapets størrelse, bransje og noteringsstatus. Dessuten gir loven et sterkt insentiv til å produsere årsrapporter med tilstrekkelig kvalitet. Selskapet blir nemlig automatisk tvangsoppløst dersom ikke et godkjent regnskap er innlevert i Brønnøysund senest 17 måneder etter regnskapsårets utgang.

Tabell 1 viser hvordan vi starter med populasjonen og ender opp med et utvalg gjennom å pålegge kumulative krav til selskapets organisasjonsform, aktivitetsnivå og regnskapskvalitet. Tabellen viser effekten av denne prosedyren for det siste undersøkelsesåret og for gjennomsnittet av alle årene.

Tabell 1: Populasjon, filtre og utvalg

Nr. Filter	2005		Gjennomsnitt, 1994–2005	
	Unoterte	Noterte	Unoterte	Noterte
Intet filter	182 503	186	136 465	170
1 Org. form	157 545	165	129 203	153
2 1&Salg>0	140 968	165	119 960	152
3 2&Eiendeler>0	140 554	165	119 426	152
4 3&Balanseposter?0	137 938	163	117 274	150
5 4&Arb.kap.?Eiendeler	137 690	163	117 123	150
6 5&Ansatte	103 602	158	91 039	150
7 6&Ikke-finansielle	102 460	147	90 048	138
8 7&Ikke-døtre	82 435	134	77 126	134
Utvalg	82 435	134	77 126	134

Tabellen viser hvordan åtte filtre (utvalgskriterier) reduserer antall selskaper i populasjon (Intet filter) til det endelige utvalget (Utvalg) i 2005 og for gjennomsnittet av perioden 1994–2005. Antall selskaper vises separat for unoterte og noterte selskaper. «Intet filter» inkluderer alle selskaper uansett organisasjonsform (f.eks. AS, personlig selskap, sparebank og stiftelse). «Org.form» krever at selskapet er et aksjeselskap (AS eller ASA). «Salg>0» krever at selskapet har salgsinntekt, mens «Eiendeler>0» krever at det har eiendeler. Filter 4 eliminerer selskaper med negativ verdi på en rekke balanseposter, slik som fordringer, lager og aksjekapital. Filter 5 krever at eiendelene har minst samme verdi som arbeidskapitalen. Filter 6 krever at selskapet har ansatte, filter 7 ekskluderer finansielle selskaper, og filter 8 ekskluderer selskaper som er eid minst 50 % av et annet aksjeselskap. I tilfeller med døtre brukes morselskapets konsoliderte regnskap i stedet for dets selskapsregnskap. Eierstruktur i år 2000 (første år med eierdata) er brukt for å bestemme konserntilknytning også for perioden 1994–1999.

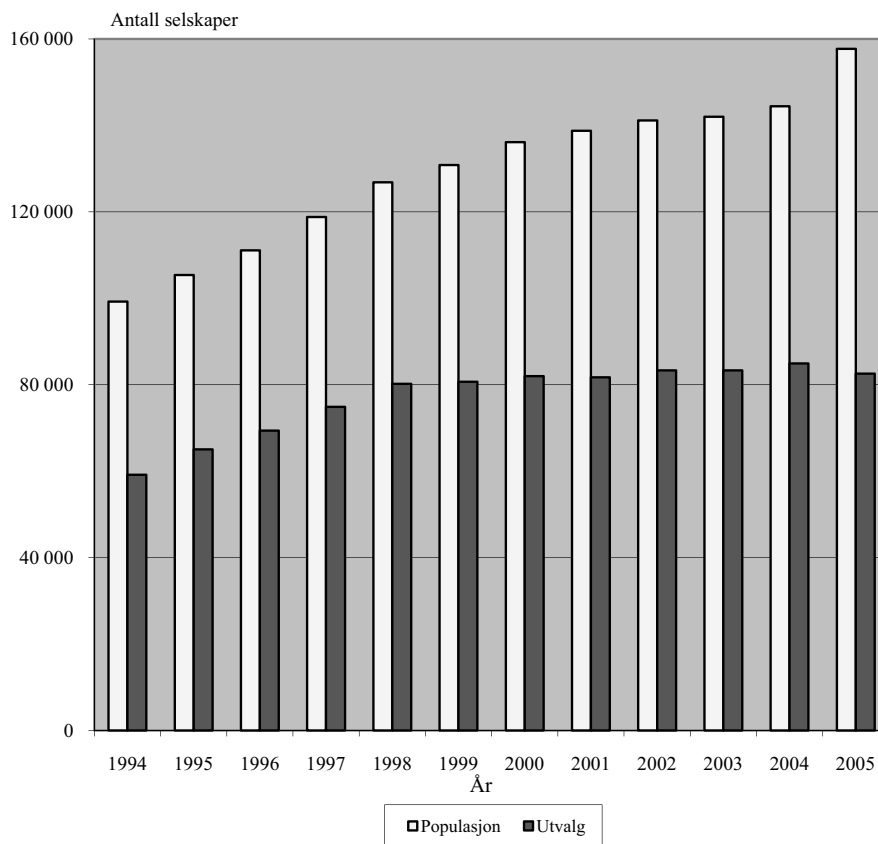
Mens det var 157 545 unoterte aksjeselskaper i Norge ved utgangen av 2005, var ca. 17 000 av dem passive ved ikke å ha salg eller eiendeler. Ca. 3 000 av de aktive selskapene hadde inkonsistente regnskapstall, mens ca. 34 000 var uten ansatte. Av de gjenværende selskapene etter denne filtreringen var ca. 1 000 finansielle, mens ca.

20 000 var datterselskaper. Det endelige utvalget var på 82 435 unoterte selskaper. Dette representerer 45 % av alle selskaper i Brønnøysundregisteret og 52 % av landets aksjeselskaper.

Utfra de 186 noterte aksjeselskapene i populasjonen faller de 21 børsnoterte grunnfundsbankene bort gjennom filteret

for organisasjonsform. Det forsvinner to selskaper i regnskapsfilteret, fem i ansattefilteret, 11 er finansielle, og 13 er datterselskaper. Vårt utvalg av noterte selskaper i 2005 er derfor 134, dvs. 72 % av landets børsnoterte selskaper og 81 % av alle børsnoterte aksjeselskaper.

De to kolonnene til høyre i tabellen viser tilsvarende gjennomsnittstall for hele undersøkelsesperioden. Figur 1 går bak disse snittene og viser forholdet mellom populasjon og utvalg år for år. Antall aksjeselskaper i populasjonen stiger med ca. 60 %, mens antallet i utvalget stiger med ca. 40 %.



Figur 1

Figuren viser populasjon og utvalg over årene 1994–2005. Utvalgskriteriene er spesifisert i tabell 1.

#### 4 Størrelsen på unotert sektor

Basert på utvalget av selskaper i figur 1 viser tabell 2 hvilken andel unoterte selskaper

(panel A) og store unoterte selskaper (panel B) utgjør av samlet aktivitet i alle norske aksjeselskaper.

Tabell 2: Unoterte aksjeselskaper i norsk makroøkonomi

*A: Unotertes andel*

År	Av omsetning	Av eiendeler	Av sysselsetting	Av antall selskaper
1994	84 %	72 %	75 %	99,8 %
1995	84 %	72 %	75 %	99,8 %
1996	85 %	73 %	74 %	99,8 %
1997	85 %	74 %	73 %	99,8 %
1998	85 %	74 %	74 %	99,8 %
1999	85 %	76 %	78 %	99,8 %
2000	82 %	72 %	80 %	99,8 %
2001	70 %	63 %	81 %	99,8 %
2002	71 %	59 %	83 %	99,8 %
2003	71 %	67 %	82 %	99,9 %
2004	68 %	66 %	80 %	99,9 %
2005	66 %	64 %	81 %	99,8 %
Snitt	78 %	69 %	78 %	99,8 %

*B: Store unotertes andel*

År	Av omsetning	Av eiendeler	Av sysselsetting	Av antall selskaper
1994	60 %	52 %	37 %	5,0 %
1995	60 %	52 %	36 %	5,0 %
1996	62 %	52 %	36 %	5,0 %
1997	63 %	55 %	35 %	5,0 %
1998	62 %	54 %	36 %	5,0 %
1999	63 %	57 %	39 %	5,0 %
2000	63 %	53 %	43 %	5,0 %
2001	50 %	44 %	40 %	5,0 %
2002	52 %	42 %	43 %	5,0 %
2003	52 %	48 %	43 %	5,0 %
2004	50 %	48 %	41 %	5,0 %
2005	49 %	46 %	43 %	5,0 %
Snitt	57 %	50 %	39 %	5,0 %

Tabellen viser det aggregerte størrelsesforholdet mellom unoterte aksjeselskaper og alle aksjeselskaper i Norge i perioden 1994–2005. Størrelse måles alternativt som omsetning, bokførte eiendeler og sysselsetting. Utvalget er spesifisert i tabell 1 og figur 1. Det omfatter aktive aksjeselskaper som har konsistente regnskapstall, og som ikke er finansielle selskaper eller datterselskaper. Store selskaper i panel B er de 5 % største unoterte selskapene i vedkommende år regnet etter omsetning.

Tallene i panel A viser at regnet etter omsetning eller sysselsetting er unotert sektor i gjennomsnitt ca. fire ganger så stor som notert sektor. Utfra eiendeler er sektoren vel dobbelt så stor. Unotert sektor er altså 2–4 ganger større uansett størrelsesmål. Norge er heller ikke noe annerledesland på dette området. Selv om det ikke finnes data av samme type fra andre land, viser eksempelvis forholdet mellom notert sektors markedsverdi og BNP at Norge ligger nær gjennomsnittet for EU (Berzins et al, 2008).

Sagt annerledes: Forestill deg samlet aktivitet i norske aksjeselskaper som et isfjell. Da er det bare de noterte selskapene som stikker over vannflaten. Denne metaforen gjelder også for kunnskapsnivået om eierstyring og bedriftsøkonomi: Mange har undersøkt mye over vannflaten, men nesten ingen har stu-

dert forholdene under vannet. Det er imidlertid der det meste av aktiviteten foregår.

I panel B kalles et selskap «stort» hvis dets omsetning plasserer selskapet blant de 5 % største unoterte selskapene. Tallene viser at disse store unoterte selskapene (dvs. snaue 4 000 selskaper i snitt) står for om lag halvparten av all aktivitet i landets aksjeselskaper. Dette tyder også på at et unotert selskap ikke nødvendigvis er lite. Riktignok er det typiske børsselskapet omtrent 100 ganger større enn det typiske unoterte. Dette følger av tabell 3, som viser median størrelse per selskapstype i 2005 utfra omsetning, eiendeler og sysselsetting. Like fullt finnes det langt flere store unoterte enn noterte selskaper i Norge. Av landets 1 000 største bedrifter var ca. 900 ikke på Oslo Børs i 2005 (Berzins et al., 2008).

Tabell 3: Størrelse per selskapstype

Størrelsesmål	Unoterte	Store unoterte	Noterte
Omsetning	3	87	271
Eiendeler	2	45	638
Sysselsetting	3	33	248
Antall selskaper	82 435	4 122	134

Tabellen viser median størrelse per selskapstype i år 2005 regnet i mill. 2005 kroner. Medianene vises for de tre alternative størrelsesmålene omsetning, eiendeler og sysselsetting. Store, unoterte selskaper er de 5 % største unoterte utfra omsetning. Utvalgsriteriene er definert i tabell 1.

## 5 Eierstruktur i unoterte bedrifter

Tabell 4 viser kjennetegn ved eierstrukturen i norske aksjeselskaper i 2005. Resultatene oppgis separat for alle unoterte selskaper, for

de store blant dem og for de noterte selskaperne. Gjennomsnittstallene for eierandeler og antall eiere er likeveide, dvs. at selskaperne har samme vekt uansett størrelse.

Tabell 4: Eierstruktur i unoterte og noterte aksjeselskaper

### A: Eierkonsentrasjon

Selskapstype	Største eiers andel, %	Tre største eieres andel, %	Selskaper med majoritetseier, %	Antall eiere
Unoterte	70	95	60	3
Store unoterte	71	92	61	13
Noterte	25	43	6	3 863

### B: Eiertyper

Selskapstype	Kumulativ eierandel per eiertype, %					
	Utenlandske	Offentlige	Institusjonelle	Industrielle	Personlige	Uspesifisert
Unoterte	3	1	1	5	77	13
Store unoterte	25	3	1	13	29	26
Noterte	25	4	14	38	18	0

Tabellen viser kjennetegn ved eierstrukturen i norske aksjeselskaper i 2005. Store unoterte selskaper er de 5 % største blant de unoterte utfra omsetning. En majoritetseier har over 50 % av selskapets aksjer. Industrielle eiere er private norske selskaper som ikke er institusjoner (bank, forsikring, fond). Utvalgsriteriene er definert i tabell 1. Alle tall er likeveide gjennomsnitt.

*Eierkonsentrasjon* i tabellens panel A reflekterer i hvilken grad bedriften har eiere med tilstrekkelig makt og insentiver til å drive aktiv eierstyring. Jo høyere eierandel, desto større er både makten og insentivene. Første kolonne viser at største eier i et norsk børsnotert selskap har 25 % av aksjene i gjennomsnitt. Største eier er altså langt unna simpelt flertall (over 50 %) og kan ikke engang stoppe vedtektsendringer (34 %). Situasjonen er helt annerledes i unoterte selskaper, hvor største eier i gjennomsnitt har 70 % av aksjene. Dette er langt over simpelt flertall og til og med vedtektsflertall. Samme historie følger av at de tre største eierne til sammen eier 95 % av et unotert selskap, men bare 43 % av et notert selskap. Tabellen viser også at mens 60 av 100 unoterte selskaper har

majoritetseier, gjelder dette bare 6 av 100 unoterte selskaper.

Legg merke til at disse konsentrasjonstallene er nesten identiske i store unoterte selskaper og i unoterte selskaper totalt. Høy eierkonsentrasjon i unotert sektor skyldes altså ikke at unoterte selskaper flest er mye mindre enn de noterte. Også ved sammenlignbar størrelse har eierne mye sterkere makt og insentiver til å utøve eierskap når selskapet er unotert.

*Eiertype* i panel B viser hvor stor del av selskapets aksjer hver eiertype har som gruppe. Det mest iøynefallende trekket er at personer dominerer i unoterte selskaper, hvor de i snitt har 77 % av aksjene. Dette tyder på at unoterte bedrifter ofte er familieselskaper, og også at familier investerer direkte



snarere enn gjennom holdingselskaper. I noterte selskaper, derimot, er ikke eierne primært personer, men andre selskaper. Eksempelvis eier personer i snitt bare 18 % av aksjene i et selskap på Oslo Børs, mens norske institusjonelle og industrielle eiere til sammen har 52 %. Dermed: Eierskapet i unoterte selskaper utøves som regel direkte av dem som eier. I noterte selskaper skjer derimot eierutøvelsen indirekte, dvs. av ansatte i selskaper som forvalter andres midler.

Eierkonsentrasjonen er altså mye høyere og det direkte eierskapet mer utbredt når selskapet ikke er på børs. Tabell 5 gir mer

innsikt i majoritetseide selskapers eierstyring ved å vise majoritetseiers roller i styre og ledelse. Tabellen dokumenterer at i unoterte selskaper er majoritetseier nesten unntaksløst i styret, er svært ofte styreleder eller daglig leder, og fyller begge rollene i to av tre tilfeller. I noterte selskaper, derimot, er majoritetseie sjeldent, og vi finner ikke en eneste majoritetseier som styreleder eller daglig leder. Dette eierskaps-, styre- og ledermønsteret griper direkte inn i det som gjerne kalles de to grunnleggende eierstyringsproblemene (Villalonga og Amit, 2006).

Tabell 5: Majoritetseiers deltakelse i styre og ledelse

Majoritetseier er	Unoterte	Store unoterte	Noterte
Styremedlem	97 %	98 %	50 %
Styreleder	84 %	73 %	0 %
Daglig leder	77 %	74 %	0 %
Styreleder og daglig leder	67 %	53 %	0 %
Antall selskaper	39 141	667	2

Tabellen viser i hvilken grad en personlig majoritetseier deltar i selskapets styre og ledelse i 2005. Store unoterte selskaper er de 5 % største blant de unoterte selskapene utfra omsetning. En majoritetseier har over 50 % av selskapets aksjer. Utvalgskriteriene er definert i tabell 1. Tallene er basert på selskaper der majoritetseier er en identifisert person.

*Det første eierstyringsproblemet* oppstår når eierskap og kontroll skiller lag ved at eierne delegerer makt til ledere med svake lønnsomhetsinsentiver. Dette gjelder altså interessekonflikten mellom eierskap og ledelse. Problemet er større jo lavere eierkonsentrasjonen er, jo mer av eierskapet som utøves indirekte, og jo mer eierne er fraværende i styrerom og daglige beslutninger. Tabell 4 og 5 tilsier at det første eierstyringsproblemet er potensielt stort i børsnoterte selskaper fordi de har lav eierkonsentrasjon, lavt direkte eierskap og lav eierdeltakelse i styre og ledelse. Motsatt er det lite i unoterte selskaper: Høy eierkonsentrasjon, høyt direkte eierskap og høy eierdeltakelse.

*Det andre eierstyringsproblemet* gjelder interessekonflikter eierne imellom, og spesielt forholdet mellom sterke og svake eiere. Dette oppstår når sterke eiere forsyner seg av felleseid bedrift på svake eieres bekostning. Slike minoritetsran kan skje ved favørprising av leveranser til eller fra et annet selskap som majoriteten eier alene, overforbruk av det felleseide selskapets midler til privat fordel, ansettelse av inkompetente familiemedlemmer, eller tvangsinnløsning av minoritetseiere til lav kurs. Denne interessekonflikten er mer alvorlig desto høyere eierkonsentrasjonen er og jo mer dominerende den store eieren er i styre og ledelse.

Tabell 4 og 5 tyder på at det andre eierstyringsproblemet er lite i noterte selskaper (lav konsentrasjon og fraværende, indirekte eiere). Problemet er derimot potensielt stort i unoterte selskaper. Der har én eier typisk full kontroll i generalforsamling, styre og ledelse og har investert sammen med noen få minoritetseiere. Det finnes også børsnoterte selskaper hvor dette problemet oppstår, for eksempel ved tvangsinnløsning av minoritet. Både utenlandske (McConnell og Servaes, 1990; Gugler, 2001) og norske (Bøhren og Ødegaard, 2006) studier viser at markedsverdien av et børsnotert selskap stiger med økende eierkonsentrasjon opp mot ca. 40 %, for deretter å avta. Dette mønsteret er forenlig med at økende eierkonsentrasjon reduserer det første eierstyringsproblemet, men øker det andre eierstyringsproblemet når største eier nærmer seg majoritet.

Unoterte selskaper har altså mindre av det første eierstyringsproblemet (konflikten mellom eiere og ledere). De er tilsvarende mer utsatt for det andre eierstyringsproblemet (konflikter eierne imellom), i alle fall når ikke minoritetseierne tilhører samme familie som majoritetseieren. Derfor er det ikke slik at eierstyringsproblemer bare oppstår i børsnoterte selskaper med mange eiere. Dermed kan heller ikke et notert selskap eliminere sine eierstyringsproblemer ved å kjøpe ut de fleste aksjonærene og ta selskapet av børs.

Det er heller ikke opplagt at det første eierstyringsproblemet, som altså plager de noterte selskapene, er mer kostbart enn det andre, som de unoterte selskapene sliter med. Det finnes imidlertid flere tiltak som kan redusere begge. Eierne kan selv påvirke det første eierstyringsproblemet ved å arbeide aktivt i styret, skreddersy lederinsentivene, og sørge for at selskapet har høy lederkvalitet. Lovgiverne kan påvirke det andre eierstyringsproblemet gjennom regler for inn-

sidehandel og tvangsinnløsning, mens eierne kan gjøre sitt ved å skrive klare aksjonæravtaler seg imellom. Dessuten blir det andre eierstyringsproblemet mindre jo nærmere vi kommer aleneieierskap. Når én aksjonær eier alt, finnes det ingen medaksjonærer å stjele fra.

Det er for øvrig flere positive trekk ved eierstyringen i børsnoterte bedrifter som er fraværende i unoterte. De unoterte mangler trusselen om oppkjøp ved dårlig drift, og det skjer ingen daglig gjennomlysning fra markedsprising, finansanalytikere og potensielle nye eiere. Intern familierekuttering og lukkede styrerom kan også skape innavl og inkompetanse som noterte selskaper er forskånet for. Alt i alt viser mønstrene i dette avsnittet at eierutfordringene i unotert sektor er grunnleggende annerledes enn i notert. Oppskriften på godt eierskap for noterte bedrifter (NUES, 2007) er derfor ikke overførbart til unoterte.

## 6 Bedriftsøkonomiske utfordringer ved å være et unotert selskap

Vi har dokumentert at unoterte selskapers eier-, styre- og lederstruktur avviker markant fra de notertes. Derfor har de helt motsatte eierstyringsproblemer. Dette gjelder dessuten også når det unoterte selskapet er stort. I dette avsnittet skisserer vi bedriftsøkonomiske utfordringer som delvis skyldes de unotertes eierstruktur og delvis at de ikke er på børs. Nøkkelordene er finansiering, investering og utbytte.

*Finansiering.* Unoterte selskaper kan ikke hente kapital i et bredt emisjonsmarked for egenkapital. Heller ikke kan aksjene omsettes i likvide annenhåndsmarkeder. Begge handicap gjør egenkapital dyrere i unoterte enn i noterte selskaper. Også gjeldskostnaden kan bli høyere når banken står overfor en debitor som ikke daglig verdsettes i aksje-

markedet, ikke analyseres av finanspresse og meglerhus, og ikke plikter å fortløpende informere offentligheten om verdirelevante begivenheter. Unoterte selskaper kan derfor måtte velge høyere gjeldsgrad enn noterte selskaper og dessuten godta mer kort framfor lang gjeld (Giannetti, 2003).

*Investering.* Høyere kapitalkostnad kan medføre at unoterte selskaper investerer mindre enn noterte selskaper ved å forkaste prosjekter som er lønnsomme hvis selskapet hadde vært på børs. Risikovalget kan også bli annerledes, spesielt i familiebedrifter, der nesten hele familiens formue ligger i ett selskap og dermed er svært udiversifisert. Da er det fristende å la selskapet selv diversifisere ved å spre investeringene over flere produktområder. I så fall får familieselskaper konglomerattrekk, mens noterte selskaper med diversifiserte eiere spesialisere seg med eierens velsignelse (Villalonga og Amit, 2006).

Lavt investeringsnivå og uskarpt strategisk fokus er derfor et potensielt problem for unoterte bedrifter. På den annen side kan det være lettere for dem å investere lønnsomt på lang sikt fordi de ikke utsettes for den såkalte kvartalskapitalismen i et utålmodig aksjemarked. Dette kan tvinge noterte selskaper til å investere i prosjekter med kort inntjeningstid, men med svak langsiktig lønnsomhet (Fuller og Jensen, 2002). Unoterte selskaper er mindre utsatt for dette presset, siden de ikke må rapportere kvartalsvis og ikke har tusenvis av eiere med regnskapet som hovedkilde for informasjon. Ei heller har de eiere som kan selge seg raskt ut hvis inntjeningen drøyer.

*Utbytte.* I unoterte selskaper kan ikke eierne lett selge aksjene sine for å skaffe likviditet til personlig forbruk. Selskapet kan redusere dette problemet ved å betale høy andel av overskuddet som utbytte. På den an-

nen side er markedet for ny egenkapital mye tynnere for unoterte. Dette tilsier at mer overskudd bør holdes tilbake. Nettoeffekten av disse to motsatte kreftene er ikke opplagt.

I denne diskusjonen av bedriftsøkonomiske utfordringer har vi bare antydning mulige mønstre. Det gjenstår derfor å gi troverdige svar på hvordan dette forholder seg i virkelighetens verden. Eksempelvis er det viktig å anslå hvor stor kapitalkostnadsforskjellen er mellom noterte og unoterte selskaper, hvor mye investeringsnivå og risiko-profil atskiller seg mellom familieselskaper og andre bedrifter, og hvor mye av overskuddet som pløyes tilbake i en unotert bedrift kontra en tilsvarende på børsen. Dette er spennende oppgaver for fremtidig forskning.

**I unoterte selskaper kan ikke eierne lett selge aksjene sine for å skaffe likviditet til personlig forbruk.**

## 7 Sammendrag

Denne artikkelen har dokumentert tre hovedpoenger. Det første er at de unoterte aksjeselskapene utgjør en langt større del av verdiskapingen enn børsselskapene. Det andre poenget er at både eier-, styre- og lederstruktur i unoterte selskaper er helt annerledes enn i de noterte, og at dette kan ha bedriftsøkonomiske konsekvenser. Tredje hovedpoeng er at kunnskapsgrunnlaget om eierstyring og bedriftsøkonomi i unoterte selskaper er langt svakere enn hva disse selskapenes nasjonaløkonomiske betydning skulle tilsi. Både reguleringsregime og data-tilgang gjør Norge til en særlig god forskningsarena for en selskapstype som er så viktig, uutforsket og spesiell.

## Litteratur

- Anderson, R. og D.M. Reeb, 2003. Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance* 58, 1301–1329.
- Becht, M., P. Bolton og A. Roëll, 2003. Corporate governance and control. I G. Constantinides, M. Harris, og R. Stulz (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 1A, kapittel 1, 1–109. Amsterdam: North-Holland.
- Bennedsen, M., H.K. Kongsted og K. Nielsen, 2006. The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms, Working paper, Copenhagen Business School.
- Bennedsen, M., F. Pérez-González, K. Nielsen og D. Wolfenson, 2007. Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance, *Quarterly Journal of Economics* 122, 647–691.
- Berzins, J., Ø. Bøhren og P. Rydland, 2008. Corporate finance and governance in firms with limited liability: Basic characteristics, CCGR Research Report 01/2008.
- Bøhren, Ø. og B.A. Ødegaard, 2006. Governance and performance revisited. I P.U. Ali og G.N. Gregoriou (eds.), *International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley*. New York: Wiley.
- Claessens, S. og K. Tzioumis, 2006. Ownership and financing structures of listed and large nonlisted corporations, *Corporate Governance: An International Review* 14, 266–276.
- Eckbo, B. E. (ed.), 2008. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Volume 2. London: Elsevier.
- Faccio, M., L.H.P. Lang og L. Young, 2001. Dividends and expropriation. *American Economic Review* 91, 54–78.
- Fuller, J. og M.C. Jensen, 2002. Just say no to Wall Street: Courageous CEOs are putting a stop to the earnings game and we will all be better off for it. *Journal of Applied Corporate Finance* 14, 41–46.
- Giannetti, M., 2003. Do better institutions mitigate agency problems? Evidence from corporate finance choices, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 185–212.
- Giannetti, M. og S. Ongena, 2008. Financial integration and entrepreneurial activity: Evidence from foreign bank entry in emerging markets, *Review of Finance*, forthcoming.
- Gugler, K., 2001. *Corporate Governance and Economic Performance*. London: Oxford University Press.
- Hermalin, B.E. og M.S. Weisbach, 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review* 9 (1), 7–26.
- Klapper, L., L. Laeven og R. Rajan, 2006. Entry regulation as a barrier to entrepreneurship, *Journal of Financial Economics* 82, 591–629.
- Maury, B., 2006. Family ownership and firm performance. Empirical evidence from Western European countries, *Journal of Corporate Finance* 12, 321–341.
- McConnell, J.J. og H. Servaes, 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics* 27, 595–612.
- Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES), 2007. Norsk anbefaling om eierstyring og selskapsledelse.
- Tirole, J., 2006. *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press.
- Villalonga, B. og R. Amit, 2006. How do family ownership, control, and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics* 80, 385–417.