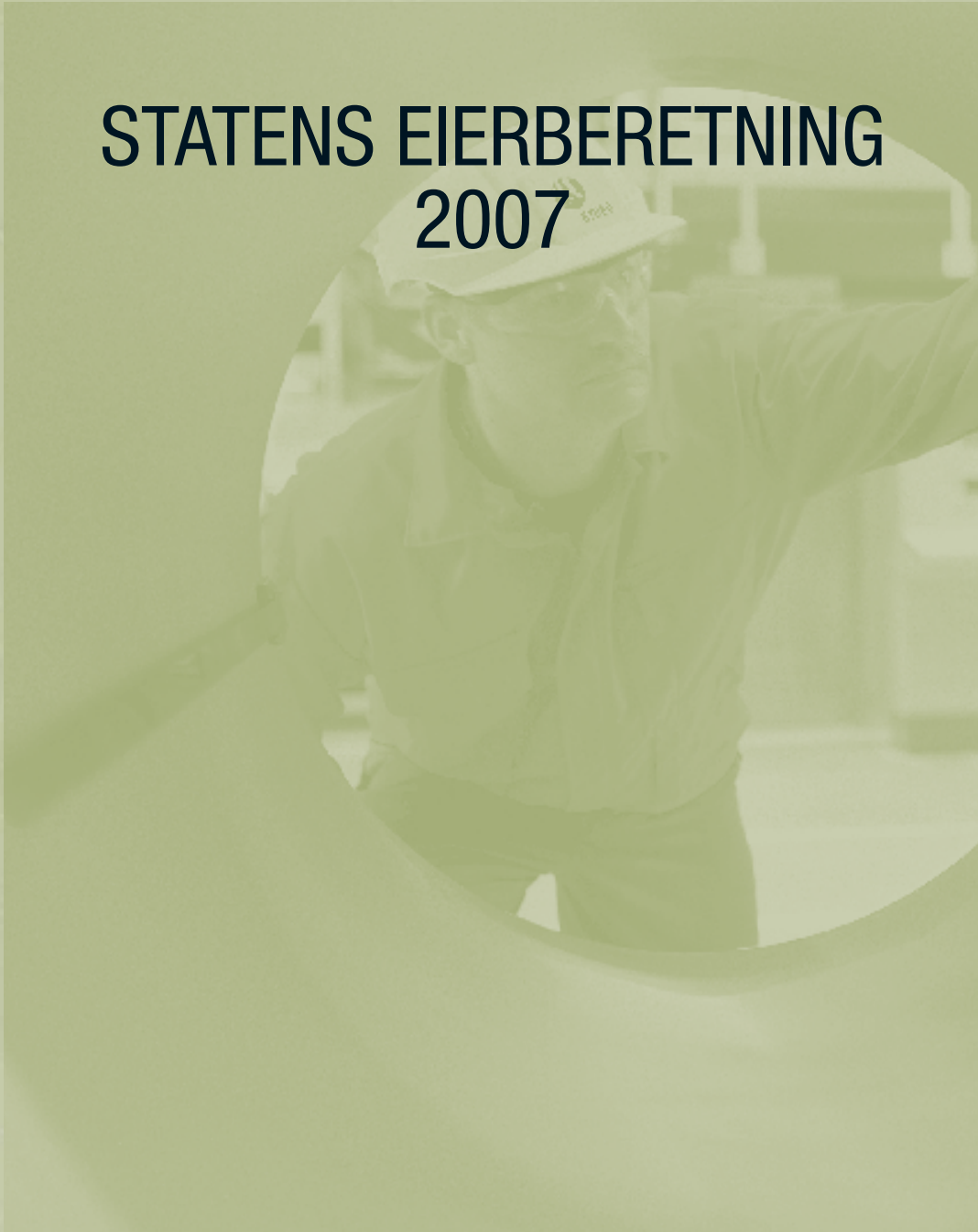




NÆRINGS- OG HANDELSDEPARTEMENTET

STATENS EIERBERETNING 2007



Eksternt bidrag: Eierstyring og bedriftsøkonomi utenfor Oslo Børs

Unoterte selskaper representerer en mye større del av norsk verdiskaping enn hva selskapene på Oslo Børs gjør. Likevel er både eierstyring og bedriftsøkonomi i norske unoterte selskaper betydelig mindre analysert enn i børsnoterte selskaper. Slik er det også i verden for øvrig. Som et første skritt på veien mot bedre faglig innsikt dokumenterer vi at eierstrukturen ser svært annerledes ut i norske unoterte selskaper enn i de noterte. Vi viser dessuten at disse særtrekkene gir helt andre eierutfordringer enn i et børselskap. Det betyr imidlertid ikke at de er enklere.

Av Janis Berzins og Øyvind Bøhren, Senter for eierforskning, Handelshøyskolen BI

Innholdet i artikkelen representerer ikke nødvendigvis Nærings- og handelsdepartementets synspunkter

Motivasjon

I Norge har det i flere år vært stor og gledelig allmenn interesse for sammenhengen mellom eierstyringen (corporate governance) på den ene siden og bedriftens økonomi på den andre. Det grunnleggende spørsmålet er hvordan eierstrukturen, styresammensetningen og ansatteinsentivene påvirker bedriftens evne til å vokse og omstille seg på lønnsomt vis. 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, om lønnen er fast eller prestasjonsbasert? Og hva betyr slik eierstyring helt konkret for bedriftens økonomi, slik som kapitalkostnad, investeringsvolum, innovasjonsevne, sysselsettingsvekst, finansieringsmåte, utbyttepolitikk og kapitalavkastning?

Det trengs velfunderte svar på slike spørsmål for å utvikle gode eierstyringsmodeller i den enkelte bedrift. Gode svar er også nødvendige for å utforme vellykket offentlig politikk for eierskapets rammevilkår. Selv om nylig gjennomført forskning har gitt hjelp til å forstå hva som skiller god eierstyring fra dårlig, gjelder dette nesten utelukkende de børsnoterte selskapene.¹ *Unotert sektor*, altså selskapene utenfor Oslo Børs, er praktisk talt ikke analysert. Både nasjonaløkonomisk og for de enkelte bedriftene er denne situasjonen uheldig. For det første skal vi straks dokumentere at verdiskapingen i Norge er langt høyere i unotert sektor enn i notert. For det andre skal vi vise at fordi både eierstruktur og rammebetingelser er så annerledes for unoterte selskaper, står deres eiere overfor helt andre styringsutfordringer enn i børselskapene. Kunnskapsgrunnlaget om eierstyringen er altså svakest i den nasjonaløkonomisk største sektoren.

Størrelsen på unotert sektor i Norge

Informasjonsgrunnlaget vårt kommer fra en database om bedriftsøkonomi og eierstyring i alle norske aksjeselskaper. Den inneholder fullstendige data for hver bedrifts balanse, resultatregnskap, eierstruktur, styresammensetning, ledelse, sysselsetting, bransje, revisoranmerkninger og kredittvurdering.² Disse dataene viser at antall norske aksjeselskaper økte fra ca 100 000 i 1994 til 180 000 i 2005, mens antall aktive aksjeselskaper med gode data steg fra ca 60 000 til 80 000. Tallene i denne artikkelen gjelder denne undergruppen, hvor vi også har utelatt datterselskaper og i stedet brukt morselskapets konserntall. Basert på disse dataene viser figur 1 størrelsesforholdet mellom unoterte (lys søyle) og noterte (mørk søyle) selskaper i 2005.

Figuren viser at for hvert børsnotert aksjeselskap er det ca 500 utenfor børsen. Dessuten viser den at det er mer enn fire ganger så mange sysselsatt i unotert sektor som i notert sektor og at unotert sektor er nesten dobbelt så stor som notert sektor målt etter omsetning eller eiendeler. Unotert sektor er altså 2-4 ganger større enn notert uansett størrelsesmål.³

¹ En god oversikt over internasjonal forskning om eierstyring er gitt i Becht, M, P. Bolton og A. Roëll: "Corporate governance and control", i G. Constantinides, M. Harris og R. Stulz (red), *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, 2003. Et kortfattet sammendrag av problemstillinger og utvalgte resultater for Norge finnes hos Ø. Bøhren: "Eierskap og lønnsomhet", *Økonomisk Forum* 59 (5), 2005, ss. 4-14.

² Dataene hentes fra Creditinform (som får sine data fra Brønnøysundregistrene) og Statistisk sentralbyrå. Det er en egen database for børsnoterte selskaper basert på data fra Verdi-papirsentralen (eierskapsdata) og Oslo Børs (kurs-, emisjons-, og omsetningsdata). Databasen skal utvides med familie- og slektskapsrelasjoner for hver bedrifts styre, ledelse og eiere.

³ Norge er ikke noe annerledes land 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 EU-gjennomsnittet.

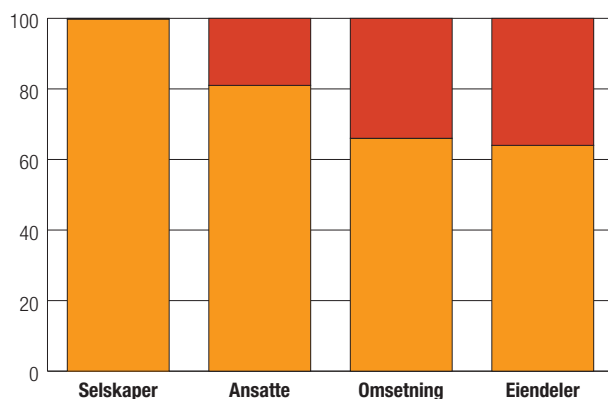
«Unoterte selskaper representerer en mye større del av norsk verdiskaping enn hva selskapene på Oslo Børs gjør.»



Janis Berzins

Øyvind Bøhren

Figur 1: Størrelsesforholdet mellom unoterte (oransje søyle) og noterte (rød søyle) aksjeselskaper i Norge i 2005 målt ved antall selskaper, ansatte, omsetning og eiendeler.



Sagt på en annen måte: Hvis en forestiller seg samlet selsetting i norske aksjeselskaper som et isfjell, er det stort sett de noterte selskapene som stikker over vannflaten. Denne metaforen kan i enda større grad enn relative størrelse, gjøres gjeldende på kunnskapsnivået om bedriftsøkonomi: Mange har undersøkt mye over vannflaten, men nesten ingen har studert forholdene under vannet, hvor det aller meste av aktiviteten foregår.

Det er for øvrig verdt å merke seg at unoterte bedrifter ikke alltid er små. Riktignok er det typiske selskapet på Oslo Børs 100 ganger større enn ett utenfor børsen. Likevel finnes det langt flere store unoterte selskaper enn noterte. Definerer vi eksempelvis en stor bedrift som en med over 100 ansatte, var det i 2005 ca 1 000 store bedrifter i Norge, hvorav kun 100 var børsnoterte.

Eierstrukturen i unoterte bedrifter

Det finnes altså lite systematisert kunnskap om unoterte bedrifters eierstyring. Dette gjelder både sentrale kjennetegn som eierkonsentrasjon, eiertyper, eierlangsigthet, styresammensetning, og forholdet mellom eierstyring og bedriftsøkonomi, f. eks. hvorvidt ansatteeierskap, langsiktig familieeierskap eller majoritetseiere betyr noe for lønnsomheten. Studier fra andre land, hvor for øvrig datatilgjengeligheten er dårligere enn i Norge, tyder likevel på at eierutfordringene i unotert sektor er grunnleggende annerledes enn i notert, og at oppskriften på godt eierskap for noterte bedrifter ikke er overførbart til unoterte.⁴ Innledende analyser vi selv har gjort tyder på det samme.

Et godt utgangspunkt for å se dette er tabell 1, som viser noen kjennetegn ved eierstrukturen i norske aksjeselskaper i 2005. Vi oppgir resultatene separat for alle unoterte selskaper, for de store blant dem (dvs. med lignende størrelse som noterte) og for de noterte. Gjennomsnittstallene for eierandeler og antall eiere er likeveide, dvs. alle selskaper i utvalget teller likt i beregningen.⁵

Tabell 1: Eierstruktur for unoterte og noterte aksjeselskaper i Norge i 2005.

Bedriftstype	Største eiers andel, %	Tre største eieres andel, %	Bedrifter med majoritets-eier, %	Antall eiere
Unoterte	70	95	75	3
Store unoterte	71	92	70	13
Noterte	25	43	5	3 863

⁴ Se for eksempel Villalonga, B. og R. Amit: How do family ownership, control, and management affect firm value?, Journal of Financial Economics 80, 2006, ss. 385-417.

⁵ Bruk av likeveide andeler medfører eksempelvis i tabell 2 at eiertyper som primært eier i store bedrifter, slik som staten, får lavere kumulativ andel enn de ville ha fått hvis vi i stedet hadde brukt verdiveide andeler, dvs. vektet hver eierandel med bedriftens størrelse. Siden vårt formål er å vise hvem den typiske eiertypen er snarere enn dennes bidrag til samlet verdiskaping, bruker vi likeveide andeler.

Tabell 2: Eiertyper.

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

Eierkonsentrasjon i tabell 1 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 i gjennomsnitt har 25 % av aksjene. Største eier er altså langt unna simpelt flertall (50 %) og kan ikke engang stoppe vedtektsendringer (34 %). Situasjonen er helt annerledes i det gjennomsnittlige unoterte selskap, hvor største eier har 70 % av aksjene og dermed langt mer enn simpelt flertall og til og med vedtektsflertall. Samme historie fortelles av at mens de tre største eierne til sammen eier 95 % av et unotert selskap, har de bare 43 % av et notert. Tabellen viser også at mens 75 av 100 unoterte selskaper har majoritetseier, er det bare 5 av 100 noterte som har det.

Legg merke til at disse tallene for de store unoterte selskaperne er omtrent like høy som for unoterte totalt. Høy eierkonsentrasjon i unotert sektor skyldes altså ikke at unoterte typisk er mye mindre enn de noterte. Også for selskaper med sammenlignbar størrelse har eierne mye sterkere makt og insentiver til aktiv eierstyring når selskapet er unotert.

Eiertype i tabell 2 viser hvor stor del av selskapets aksjer hver eiertype har som gruppe. Det mest iøynefallende trekket er at personer er helt dominerende i unoterte selskaper, hvor de har 77 % av aksjene i gjennomsnitt. Dette tyder på at unoterte bedrifter flest er familieselskaper, og også at familier sjelden eier 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 %. Dette reflekterer at mens eierskapet i unoterte selskaper utøves direkte av den som eier, skjer eierutøvelsen indirekte i de noterte, dvs. av ansatte i selskaper som forvalter andres midler.

Eierkonsentrasjonen er altså mye høyere og det direkte eierskapet mye mer utbredt når selskapet ikke er på børs. Andre analyser vi har gjort viser dessuten at store eiere langt oftere er representert i styre og ledelse når selskapet er unotert. Dette eierskaps-, styre- og ledermønsteret griper direkte inn

i det som gjerne kalles bedriftens to grunnleggende eierstyringsproblemer.

Det første eierstyringsproblemet oppstår når eierskap og kontroll skiller lag ved at eierne delegerer makt til en ledelse med svake lønnsomhetsinsentiver. Dette problemet gjelder altså interessekonflikten mellom eiere og ledere, og den er større jo lavere eierkonsentrasjonen er, jo mer av eierskapet som utøves indirekte, og jo mer eierne er fraværende i styrerommet. Tabellene tilsier derfor at det første eierstyringsproblemet er potensielt stort i børsnoterte selskaper (lav eierkonsentrasjon og lavt direkte eierskap) og lite i unoterte (høy eierkonsentrasjon og høyt direkte eierskap).

Det andre eierstyringsproblemet gjelder interessekonflikten eierne imellom, og spesielt forholdet mellom sterke og svake eiere. Dette oppstår når sterke eiere forsyner seg av felleseid bedrift på svake eieres bekostning. Eksempler på slikt minoritetsran er favørprising av leveranser til eller fra et annet selskap som majoriteten eier alene, overforbruk av felleseid selskaps midler til privat fordel, ansettelse av inkompetente familiemedlemmer, og tvangsinnløsning av minoritetseiere til lave kurser. Denne interessekonflikten mellom sterke og svake eiere er mer alvorlig desto høyere eierkonsentrasjonen er og jo mer dominerende den store eieren er i styret og ledelsen. Tabell 1 tyder på at det andre eierstyringsproblemet er lite i noterte selskaper (lav konsentrasjon og fraværende, indirekte eiere). Det er derimot potensielt stort i unoterte, hvor én eier typisk har full kontroll, er en person, og har investert sammen med noen få minoritetseiere utenfra familien. Det er heller ikke vanskelig å finne børsnoterte familieselskaper hvor dette andre eierstyringsproblemet er helt tydelig.

Oppsummert kan vi si at unoterte selskaper unngår det første eierstyringsproblemet (konflikten mellom eiere og ledere), men de er tilsvarende mer utsatt for det andre (konflikter eierne imellom). Derfor er det ikke slikt at eierstyringsproblemer bare oppstår i børsnoterte selskaper. Av samme grunn kan heller ikke slike problemer elimineres i et notert selskap 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, er mer kostbart enn det andre, som de unoterte sliter med. Vi vet imidlertid det er flere tiltak som kan redusere begge problemene. Eksempelvis kan eierne selv påvirke det første eierstyringsproblemet ved å arbeide aktivt i styret, skreddersy lederinsentivene, og sørge for at selskapet har høy toppleder kvalitet. Lovgiverne kan påvirke det andre gjennom regler for innsidehandel og tvangsinnløsning, mens eierne kan gjøre sitt ved å skrive klare aksjonæravtaler seg imellom.

Det er for øvrig flere positive trekk ved eierstyringen i børsnoterte bedrifter som er fraværende i unoterte. Unoterte bedrifter mangler trusselen om fiendtlig oppkjøp ved dårlig drift, og det skjer ingen daglig gjennomlysning fra finansanalytikere og potensielle nye eiere. Intern familierokruttering og lukkede styrerom kan også gi innavl og inkompetanse som noterte selskaper er mer forskånet for.

Bedriftsøkonomiske utfordringer ved å være unotert

Vi har dokumentert at eierstrukturen i norske unoterte selskaper avviker sterkt fra de notertes. Derfor har de diametralt motsatte eierstyringsproblemer. Nå skal vi kort diskutere hvordan unoterte selskaper står overfor spesielle bedriftsøkonomiske utfordringer som delvis skyldes deres eierstruktur og delvis at de ikke er notert. Nøkkelordene er finansiering, investering og utbyttepolitikk.

Finansiering. Unoterte selskaper kan ikke finansiere seg gjennom et bredt emisjonsmarked for egenkapital. Heller ikke kan aksjene omsettes i likvide annenhåndsmarkeder. Begge handicap gjør egenkapital dyrere i unoterte selskaper enn i noterte. Også gjeldskostnaden kan bli høyere når banken har mindre informasjon om en debitor som ikke daglig verdsettes i aksjemarkedet, ikke analyseres av finanspresse og meglerhus, og ikke plikter å straks informere offentligheten om alle verdirelevante begivenheter. Unoterte selskaper kan også måtte velge høyere gjeldsgrad enn noterte og dessuten godta mer kort gjeld framfor lang fordi egenkapital er vanskelig å reise. I sum bidrar dette til høyere kapitalkostnad i unoterte selskaper enn i noterte.

Investering. Høyere kapitalkostnad kan medføre at unoterte selskaper investerer mindre enn noterte ved å forkaste prosjekter som er lønnsomme hvis selskapet hadde vært på børs. Risikovalget kan også bli annerledes, spesielt i familiebedrifter hvor familien ofte legger nesten hele formuen i ett selskap og dermed har svært udiversifisert aksjeportefølje. 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 eiernes velsignelse.

Lavt investeringsnivå og dårlig fokus er derfor et potensielt problem for unoterte bedrifter. På den annen side kan det være lettere for dem å investere langsiktig lønnsomt enn for noterte. Tanken bak dette er «kvartalskapitalismen» i et utålmodig aksjemarked, som kan tvinge noterte selskaper til å investere i prosjekter med kort inntjenings tid og høyt kvartalsresultat, men med svak langsiktig lønnsomhet. Unoterte selskaper er trolig mindre utsatt for dette presset siden de ikke må rapportere kvartalsvis, ikke har tusenvis av eiere med regnskapet som hovedkilde for informasjon, og ikke har eiere som lett kan selge seg raskt ut av hvis inntjeningen drøyer.

Utbytte. Eiere flest i unoterte selskaper kan ikke lett selge aksjene sine for å skaffe likviditet til personlig forbruk. Selskapet kan imidlertid redusere dette problemet ved å betale høy andel av overskuddet som utbytte. På den annen side er markedet for ny egenkapital mye tynnere for unoterte. Dette tilsier at mer overskudd bør holdes tilbake for å sikre egenfinansiering av vekst. Nettoeffekten av disse to motsatte kreftene er ikke opplagt.

I denne diskusjonen av bedriftsøkonomiske utfordringer har vi bare antydnet noen mulige mønstre. Det gjenstår å gi troverdige svar på hvordan dette forholder seg i virkelighetens verden, for eksempel om hvor stor kapitalkostnadsforskjellen er mellom noterte og unoterte selskaper i Norge, hvor mye investeringsnivå og risikoprofil atskiller seg mellom familieselskaper og andre bedrifter, og hvor mye av overskuddet som pløyes tilbake i en unotert bedrift kontra en tilsvarende på Oslo Børs.

Sammendrag

Vi har gjennomgått tre hovedmomenter. Det første er at de unoterte aksjeselskapene i Norge utgjør en langt større del av verdiskapingen enn børselskapene. Det andre er at både eierstruktur og eierutfordringer i unoterte selskaper er helt annerledes enn i de noterte, og at dette kan ha bedriftsøkonomiske konsekvenser. Tredje hovedmoment er at kunnskapsgrunnlaget om eierstyring og bedriftsøkonomi i unoterte selskaper er svakere enn deres betydning i økonomien skulle tilsi.



NÆRINGS- OG HANDELSDEPARTEMENTET

Nærings- og handelsdepartementet

Postboks 8014 Dep
NO-0030 Oslo

Besøksadresse

Einar Gerhardsens plass 1

Telefon 22 24 90 90

Faks 22 24 01 30

E-post postmottak@nhd.dep.no

Internett

www.regjeringen.no/nhd
www.eierberetningen.no