

# Eierstruktur og Verdiskapning

Bernt Arne Ødegaard

Universitetet i Stavanger

Foredrag 2 mars 2010

Arkeologisk Museum

Stavanger

# Oversikt

## Hovedpunkter i foredraget

- Begrepsavklaring – “Corporate Governance”
- Internasjonalt – Forskjeller mellom land
- Litt finansiell historie – hvordan er dagens selskapsstrukturer utviklet?
- Hvordan kan vi få vitenskap ut av dette?
- Hva er interessante spørsmål å stille?
  - Statlig eierskap?
  - Aktivt vs passivt eierskap?
  - Langsiktig eierskap?

# Corporate Governance

Objekt for interesse: *Selskap* (bedrifter)

Hvordan beslutninger fattes i bedrifter.

Faktisk – Mer enn eierstyring

Bredere: ta hensyn til flere interessenter

- (Aksje) eierne – (eierstyring)
- Ledelsen – agenter for eierne?
- Långivere
- Leverandører
- Ansatte
- Staten
- ....

“Corporate Governance:” Hvordan bedriftens beslutninger oppstår i samspill mellom alle disse gruppene.

## Teorigrunnlag – Corporate Governance

Interessert i sammenhengen

- Hvordan selskapet styres
- Selskapets lønnsomhet

Grunnleggende problem: Separasjon: Eierskap – Kontroll

- Kontroll: Selskapets ledelse – skaper kontantstrømmene
- Eierskap: Aksje-eierne – Rett til kontantstrømmene.

## Det internasjonelle perspektiv – Kapitalismens mange ansikter

Internasjonalt er forskjellene store mellom governance strukturer.

Noen eksempler

USA/Storbritania: Mange små aksjeeiere, ingen kontrollerende eiere. Ledelsen stor makt. Ledelsen skal kun se på hva som er best for (aksje) eierne.

Fokus for regulering: (e.g. Sarbanes Oxley) Tvinge fram transparens.

Tyskland: Ledelsen lovfestet å balansere hensyn til eiere, ansatte, långivere, staten, osv.

## Det internasjonale perspektiv, forts

USA: Selskaper låner gjennom utstedelse av obligasjoner

Tyskland: Selskaper låner fra banker.

Utenfor USA/UK: Konsentrert eierskap, store, mektige eiere som kan påvirke viktige beslutninger. Det konsentrerte eierskapet forsterkes ved "pyramider." (Datter - Datter - Datter - selskaper)

USA: Hvert selskap en enhet, fokus på markeder, f.eks. for ledere, for selskapskontroll

Japan/Korea: Grupper av selskaper – krysseie

## Litt finansiell historie – hvordan oppsto disse forskjellene

**USA:** Uavhengige selskaper, mange, små eiere – Optimalt?

Er det markedene som har fått fram fraværet av store eiere, pyramider, krysseie?

Nei, det var faktisk regulering.

Fra 1870–1929: “Robber barons” (trusts), kontroll med mange selskaper, stor grad av krysseie mellom selskaper.

Hvordan forsvant dette?

FDR, President Roosevelt, “New Deal:”

- En ekstraskatt på dividende som betales mellom selskaper.
- Aktiv antitrust regulering

De kontrollerende eierne forsvant etter hvert.

Men i dag er de kanskje *for* fraværende?

## Litt mer finansiell historie

### **Den latinske modellen – “Korporatisme”**

I det kontinentale europa er i dag mange selskaper preget av en “Korporatistisk” filosofi.

Utviklet av katolske filosofer, 1800 tallet: La oss organisere grupper av personer med felles økonomiske interesser i “korporasjoner,” hvor lederne er “gode katolikker”

Implementert av Benito Mussolini i Italia.

Men, selskapene endte opp med å bli ledet av “gode fascister.”

Sentralt: *Statens* rolle i ledelse og koordinering.

Den italienske modellen ble kopiert av mange latinske land, og mange av disse idéene lever videre.



## Fra beskrivelser av selskaper til vitenskapelig analyse?

**Funksjonelt perspektiv:** Selv om det er forskjeller mellom land/selskaper, er de samme *funksjonene* til stede. Kan vi tallfeste variabler som har relevans for hvordan “governance” problemene løses?

Kjente eksempler

### 1) Konsentrert eierskap

#### a (Innside) konsentrasjon

Ledelsen eier en del av selskapet (aksjer/aksjeopsjoner)

→ samme insentiver som resten av aksje-eierne

#### b (Utside) konsentrasjon

Stor (aktiv) eier – påvirker ledelsen utenfra

f.eks. styremedlemskap

Men: Kostnader ved konsentrert eierskap

## Funksjonelt perspektiv, forts

### 2) Eksterne mekanismer

- a Produktmarkedet som selskapet opererer i  
Hvis selskapet er i et marked med beinhard konkurranse, begrenset hvor mye en kan fravike maksimal lønnsomhet
- b Markedet for eierkontroll  
Ineffektivt selskap – oppkjøpskandidat  
Skaff kontroll gjennom oppkjøp, spark ledelsen, effektiviser selskapet

# Empiri

Empiri er sentral i samfunnsvitenskapene.

Ingen teori er komplett før den er tatt til data.

Spesielt gjelder dette i økonomi og finans

– Samspillet mellom teoretisk og empirisk analyse er totalt.

Men – empiri kan aldri *bevise* noe, en må ha et balansert syn:

Empiri leder en til noen konklusjoner mht hvilke mekanismer som er viktige.

Men en er avhengig av analysen er designet slik at den fanger opp det en er ute etter.

Og det er alltid fare for at det er utelatte sammenhenger en ikke har kunnet ha med i analysen.

# Empirisk spørsmål 1: Har statlig eierskap verdieffekter?

- Teoribakgrunn
- Empirisk implementering – “governance performance” regresjon
- Empirisk implementering: “Mer/mindre avkastning” av statens portefølje.

## Teoribakgrunn: Statlig eierskap

Hvorfor skal staten eie selskap?

Ett argument: "Market failure" / Naturlige monopol

Offentlig kontroll med produksjon av varer/tjenester

f.eks: infrastruktur

Men da er ikke maksimal profitt målet for et slikt statlig eierskap

→ ikke tema for denne undersøkelsen

## Teoribakgrunn: Statlig eierskap, forts

Heller:

Statlig (del) eierskap i selskaper med maksimal profitt målsetninger  
(til aksje-eierne)

Eierskapet (passivt):

Formuesforvaltning på vegne av det norske folk

Eierskapet (aktivt):

Staten påvirker hvordan selskapet styres:

- Hvis profittmaksimerende beslutning – no problem
- Hvis det ikke påvirker lønnsomhet – indifferent
- Hvis ikke profittmaksimerende – problem  
(Grunnlag for frykt om statsrabatt)

## En stor statlig eier – hva kan svikte?

### 1 (Ekstern) Eierkonsentrasjon

Den store eieren (altså staten) skal være et korrektiv til ledelsen

Har byråkrater i departementene

- insentiver
- kunnskap

til å være en slik aktiv eier?

På den andre siden: Staten har heller ingen insentiver til “tunnelling.”

### 2 Stopper markedet for selskapskontroll

Statens negative kontroll – umuliggjør rene oppkjøp.

## Hva er spørsmålet?

Er det slik at det at staten har en stor “aktiv” eierpost i et selskap på Oslo Børs påvirker prisen på selskapet – “Statsrabatt”?

Egentlig spør vi om f.eks. Statoil ville vært priset anderledes hvis ikke staten hadde vært den største eieren i selskapet?

Vanskelig å svare direkte.



## Hvordan kan statlig eierskap påvirke aksjeverdier?

Aksjeverdi - nåverdien av fremtidige kontantstrømmer

Vil statlig eierskap senke framtidige kontantstrømmer?

Bare hvis statens eierskap brukes til å endre beslutninger vekk fra de bedriftstøkonomisk lønnsomme.

I så fall: Aksjeverdi lavere enn maksimal verdi – “statsrabatt”

## Hvordan empirisk spørre om det er en statsrabatt?

Ideelt:

Sammenligne verdier av

- “Statoil som det er”
- “Tenkt Statoil med en annen eierstruktur, uten statlig eie”

Ikke mulig

Derfor – spør lignende spørsmål

## Metode I for å se på statsrabatt

Kan vi konstruere hvordan sammenhengen mellom eierskap og lønnsomhet ser ut?

Intuitivt:

- “Faktisk Statoil”
- “Et “konstruert” Statoil med en annen eierstruktur”

## Metode I for å se på statsrabatt, forts

Implementere en regresjon

$$\text{Selskapsverdi} = f(\text{"Corporate Governance"}, \text{statlig eierskap})$$

Hvis "statlig eierskap" ikke påvirker denne sammenhengen:

- Det "reelle" Statoil avviker ikke fra det "fiktive" Statoil
- Samme sammenheng "corporate governance" og lønnsomhet

# Analyse I: Påvirker direkte statlig eierandel lønnsomhet?

## Lønnsomhetsmål

- $Q$ : Teoretisk: markedsverdi av selskapet i forhold til gjenanskaffelseskostnad.  
Nåverdien av *merverdi* i selsskapet.  
Hvis merverdi null,  $Q = 1$ .

# Analyse I: Regresjons-spesifikasjon

## Mekanisme

Innsidekonsentrasjon

Utsidekonsentrasjon

Eiertype

Konkurransen i produktmarkedet

Konkurransen i markedet

for selskapskontroll

## Forklaringsvariable

Innside Andel

Kvadrert(Innside Andel)

Herfindahl indeks

Offentlig/Statlig eie

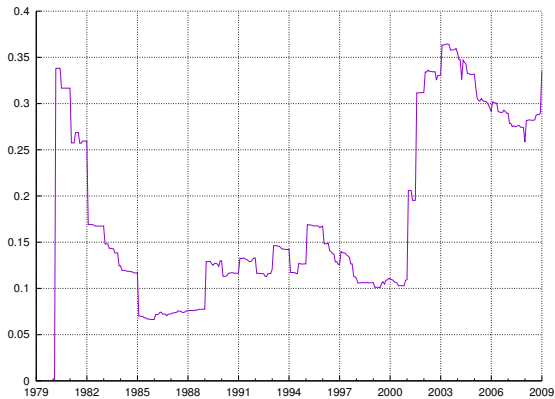
Andre eiertype

Indikatorer for bransjer

Selskapsstørrelse

# Analyse I: Forklaringsvariabel

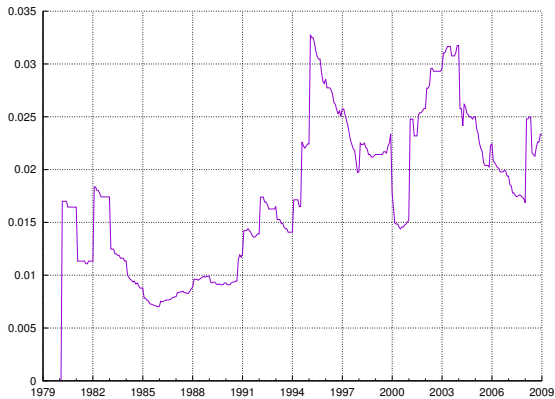
## Andel av aksjen eid av staten



Verdiveid gjennomsnitt

# Analyse I: Forklaringsvariabel

## Andel av aksjen eid av staten



Likeveid gjennomsnitt



## Analyse I: Resultat 1989–2007

Variable	coeff	Q
constant	2.027	(0.00)
Herfindahl indeks	-1.000	(0.00)
Primærinnsideandel	2.875	(0.00)
Kvadrert(Primærinnsideandel)	-3.154	(0.00)
Andel direkte statlig eie	-0.428	(0.22)
Andel utenlandske eie	0.693	(0.00)
Andel finansielle eiere	0.165	(0.56)
Andel ikkefinansielle selskap	-0.032	(0.88)
ln(Selskapsstørrelse)	0.053	(0.01)
....		
<i>n</i>	1327	
<i>R</i> <sup>2</sup>	0.28	

## Metode II for å se på statsrabatt

Hvis (stats) eierskapet påvirker aksjeavkastningen negativt, vil aksjer med stor statlig eierandel ha en *negativ* meravkastning (avkastning ut over avkastningskravet)

Spør: Har statens aksjeportefølje en *mindre* avkastning enn den burde ha?

## Analyse II: Meravkastning?

Hvis statlig eierskap påvirker driften av selskapet negativt:  
Aksjeavkastningen vil være mindre enn den burde være.

Konstruer: *Statens portefølje*

Spør: Har statens portefølje en signifikant *risikojustert mindrevkastning*.

Standard Rammeverk: CAPM

$$E[r_{pt}] = r_{ft} + \beta_{pt}(E[r_{mt}] - r_{ft}),$$

$r_{pt}$ : Porteføljeavkastning

$r_{mt}$ : Avkastningen på en markedsindeks

$r_{ft}$ : Risikofri avkastning

$\beta_p$ : Aksjens beta, måler risikoeksponering

## Analyse II: Meravkastning?

Empirisk: Estimere

$$er_{pt} = \alpha_p + b_p er_{mt} + \epsilon_{pt}$$

Forutsetter porteføljens beta konstant over tid.

Resultat 1989–2008:

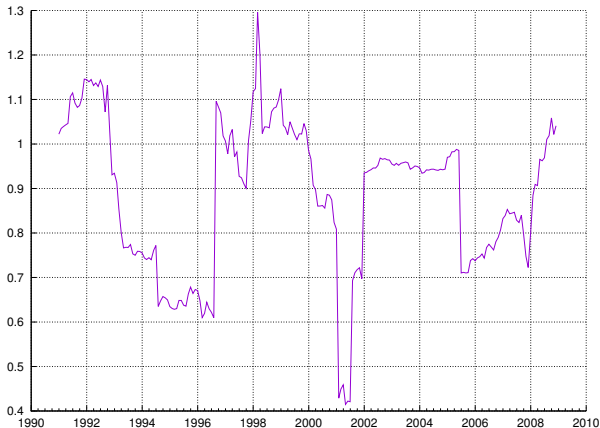
	coeff	(serr)	[pvalue]
Constant	-0.0024	(0.0034)	[0.49]
$er_m(ew)$	0.8691	(0.0587)	[0.00]
$n$	216		
$\bar{R}^2$	0.51		

(Tabell 10)

## Analyse II: Meravkastning?

Problem:

- Porteføljevækt endres over tid.
- Risiko endres over tid.



## Analyse II: Meravkastning?

Korrigerer for dette ved å beregne meravkastning hvert tidspunkt

$$\alpha_{pt} = er_{pt} - \beta_{pt} er_{mt}$$

Resultater

Period	$\alpha$ (ew)	(p-verdi)	$\alpha$ (vw)	(p-verdi)
1989–2008	-0.0011	(0.73)	-0.0052	(0.04)
1989–1997	-0.0038	(0.50)	-0.0048	(0.22)
1998–2008	0.0005	(0.89)	-0.0054	(0.09)

(Tabell 11)

# Konklusjon

## Hovedspørsmål: “Statsrabatt”

- Analyse I – “Governance-Performance”  
Negativ sammenheng mellom (direkte) statlig eierskap og lønnsomhet (Q)  
Kun signifikant første del periode (1989–1997)
- Analyse II: – “Portfolio Performance”  
Statens aksjeportefølje har *ikke* signifikant underavkastning relativt til avkastningskravet.

## En annen empirisk undersøkelse – Innside vs utside konsentrasjon

Kan se på andre aspekter av sammenhengen eierskap–lønnsomhet.

Hovedresultatet:

Utsidekonsentrasjon: (Koeffisientene for Herfindahl indeksen i forrige analyse) – Negativt. (Jo mer konsentrerte eierskap - jo dårligere

Innsidekonsentrasjon: (Koeffisientene for innsideeierskap i forrige analyse)

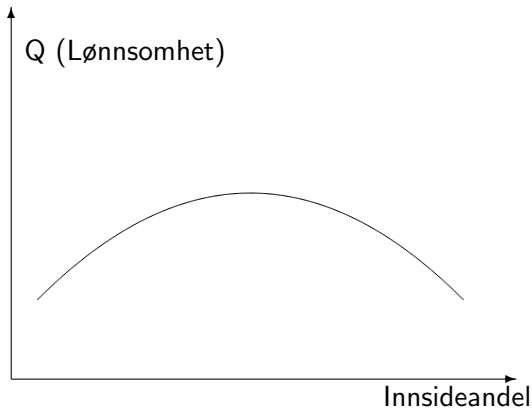
Ikkelineær sammenheng mellom innsideeierskap og lønnsomhet.

Litt innside eie bra (insentiver sammenfallende mellom ledelse og eiere?)

Men det skal ikke være for mye.



## Sammenheng Q og innsideandel



## Et tredje empirisk spørsmål: Langsiktig eierskap

Ofte hørt påstand: Langsiktige eiere er bedre enn kortsiktige, de er ikke avhengige av siste kvartalstall.

Ikke opplagt hvordan dette skal forstås.

Alle langsiktige beslutninger er summer av mange kortsiktige beslutninger.

Empirisk: Spørre om det er sammenheng mellom hvor lenge største eier har vært i selskapet – og lønnsomheten i selskapet.

Finner tvert i mot: Selskaper med langsiktige eiere gjør det dårligere.

(Både målt ved Q og ved meravkastning av aksjer)

## Konkludere – empiriske studier

Finner interessante sammenhenger mellom aspekter av governance og lønnsomhet.

Men – er de hele bildet?

Sannsynligvis ikke, men det er tross alt bedre å forsøke å forstå begrensningene i denne typen empiri enn å ikke kunne gjøre noe i det hele tatt.

Noen sentrale referanser:

Governance – historisk perspektive: Morck and Yeung (2010)

Mine arbeider:

Beskrivelse - governance i norske børsnoterte selskaper: Bøhren and Ødegaard (2001)

Statlig eierskap: Ødegaard (2009)

Innside/Utside: Bøhren and Ødegaard (2006)

Varighet i eierskapet: Bøhren, Priestley, and Ødegaard (2009)  
(Finnes på min hjemmeside)



- Øyvind Bøhren and Bernt Arne Ødegaard. Patterns of corporate ownership: Insights from a unique data set. *Nordic Journal of Political Economy*, 27:57–88, 2001.
- Øyvind Bøhren and Bernt Arne Ødegaard. Governance and performance revisited. In Paul Ali and Greg Gregouriu, editors, *International Corporate Governance after Sarbanes-Oxley*, pages 27–64. Wiley, February 2006. doi: 10.1002/9781119201885.ch3.
- Øyvind Bøhren, Richard Priestley, and Bernt Arne Ødegaard. Investor short-termism and firm value. Working Paper, BI Norwegian School of Management, September 2009.
- Randall Morck and Bernard Yeung. Never waste a good crisis: An historical perspective on comparative corporate governance. In *Annual Review of Financial Economics*. Annual Reviews, 2010.
- Bernt Arne Ødegaard. Statlig eierskap på Oslo børs. *Praktisk Økonomi og Finans*, 25(4), 2009.