

ØKONOMISK FORUM

TEMA: FINANS

- Bøhren:
EIERSKAP OG LØNNSOMHET
- Næs og Skjeltorp:
HAR AKSJEPREMIEN KRYMPET?
- Jacobsen og Rime:
OM TOBIN-SKATTER
- Nilsen:
REFORM AV NORSKE REGIONER
- Grünfeld og Sverdrup:
NORSK ØKONOMI OG OPPSLUTNINGEN
OM EU-MEDLEMSKAP



ØKONOMISK FORUM

- REDAKTØRER
Leo A. Grünfeld · leo@menon.no
Kåre Johansen · kare.johansen@svt.ntnu.no
Ylva Søvik · ylso02@handelsbanken.no

- ORGANISASJONSKONSULENT
Mona Skjold
mona.skjold@samfunnsokonomene.no

- UTGIVER
Samfunnsøkonomenes Forening
Leder: Kjell A. Brekke
Fung. generalsekretær: Ragnar Ihle Bøhn

- ADRESSE
Samfunnsøkonomenes Forening
Skippergt. 33
Postboks 8872, Younstorget
0028 Oslo
Telefon: 22 31 79 90
Telefaks: 22 31 79 91
sekretariatet@samfunnsokonomene.no

www.samfunnsokonomene.no

Postgiro: 0813 5167887
Bankgiro: 8380 08 72130

- UTGIVELSESPLAN
NR. 1: MEDIO FEBRUAR NR. 6: MEDIO SEPTEMBER
NR. 2: MEDIO MARS NR. 7: MEDIO OKTOBER
NR. 3: MEDIO APRIL NR. 8: PRIMO NOVEMBER
NR. 4: MEDIO MAI NR. 9: ULTIMO DESEMBER
NR. 5: MEDIO JUNI

- PRISER
- | | | |
|-----------------------|-----|-------|
| Abonnement | kr. | 950.- |
| Studentabonnement | kr. | 250.- |
| Enkeltnr. inkl. porto | kr. | 150.- |

- ANNONSEPRISER
- | | | |
|---------------|-----|--------|
| 1/1 SIDE | kr. | 6080.- |
| 3/4 SIDE | kr. | 5490.- |
| 1/2 SIDE | kr. | 4900.- |
| Byråprovisjon | | 10% |

- ANNONSEFRIST
10 dager før utgivelsesdato

Design: www.deville.no
Trykk: MGH grafisk AS, Bergen

Innhold

NR. 5 • 2005 • 59. ÅRG.

- **LEDER**
Samfunnsøkonomi og eierskap 3
- **TEMA: FINANS**
Eierskap og lønnsomhet 4
av Øyvind Bøhren
- **Har aksjepremien krympet?** 15
av Randi Næs og Johannes Skjeltnor
- **Tobin-skatten:**
Perspektiver fra mikro-finans 26
av Dag Henning Jacobsen og
Dagfinn Rime
- **AKTUELL KOMMENTAR**
Foran en regionreform 35
av Jørund K. Nilsen
- **ARTIKKEL**
Når penga veier tungt:
Norsk økonomi og oppslutningen om
EU-medlemskap 39
av Leo A. Grünfeld og Ulf I. Sverdrup

FORSIDEFOTO: SAMFOTO

ØKONOMISK FORUM/ISSN 502-6108

Samfunnsøkonomi og eierskap

I denne utgaven av Økonomisk forum tar professor Øyvind Bøhren ved BI opp et viktig tema som samfunnsøkonomer har viet alt for liten oppmerksomhet. Bøhren har i lang tid samlet informasjon om kjennetegn ved eierne og eierskapsstrukturen på Oslo Børs. I hans artikkel oppsummerer han en del av de funn som knytter eierskap til selskapenes lønnsomhet og verdiskaping. Bøhren kommer tidlig i artikkelen med en høyst betimelig stikker til samfunnsøkonomifaget. I tradisjonell mikroøkonomi blir eiere kun betraktet som kilden til innsatsfaktoren kapital. Spillteorien har utvidet vår forståelse av eiernes samspill med selskapsledelsen gjennom prinsipal-agent teorien, men fortsatt behandles eierrollen i næringslivet på en stemoderlig måte i dette faget.

Det er særlig viktig at økonomifaget tar inn over seg at eiernes kompetanse er avgjørende for omfanget av verdiskaping i bedriften. Det er i samspillet mellom eiernes tilførsel av finanskapital og eierkompetanse at det ligger et stort potensial for økt verdiskaping. Diskusjonen om tilgang på kapital i næringslivet blir irrelevant dersom man ikke trekker inn aspekter knyttet til eiernes kompetanse. Statens kompetanse som eier er i denne forbindelse et høyaktuelt tema.

Selv om en stadig større andel av eierskapet i Norge forvaltes av passive eiere, eksempelvis gjennom investeringsfond, domineres fortsatt næringslivet av bedrifter med eiere som involverer seg aktivt i selskapets utvikling. Bøhren viser at bedrifter med aktive eiere genererer mer verdier. Han finner en klar negativ sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet i selskapet. Videre viser

han at langsiktighet i eierskapet er gunstig for lønnsomheten dersom eierne er personlige eller utenlandske. Dersom vi står overfor institusjonelle eller industrielle eiere er langsiktighet heller et onde. Sist men ikke minst påpeker Bøhren at det ikke finnes noen klare samfunnsøkonomiske argumenter for å bruke statlig kapital for å hindre utenlandsk eierinnflytelse over privat næringsvirksomhet. Dette poenget griper rett inn i en viktig pågående debatt om statens rolle som blokkerende minoritetsaksjonær.

Det er ikke gitt at en slik statlig strategi bidrar til økt verdiskaping i samfunnet. Den må i så fall baseres på en grundig vurdering av den kompetanse ulike potensielle eiere besitter.

Det er først og fremst eiernes oppgave å velge en ledelse som er tilpasset bedriftens situasjon, og eventuelt selge seg ut dersom de ser at andre eiere kan tilføre bedriften mer kompetanse. Det finnes en lang rekke eksempler på at eiere har sittet alt for lenge med dominerende eierposter i selskap de ikke lenger har kompetanse til å eie (dette er ofte et problem i gründerbedrifter). Staten bør legge virkemiddelapparatet til rette for at dynamikken i eierskapet blir optimal med hensyn til eiernes kompetanseprofil.

Bøhrens funn er av stor interesse for samfunnsøkonomer. Resultatene bør i større grad danne grunnlag for tilrådninger knyttet til utviklingen av det norske kapital og finansmarkedet.



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.

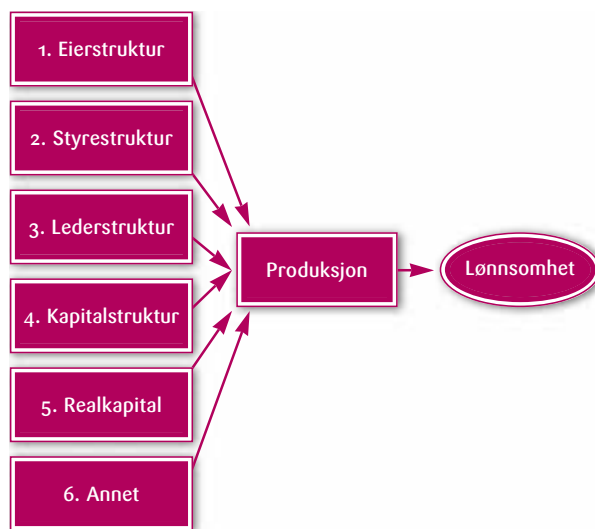
Skal eierne styre på god måte, må de være informert. Det er derfor typisk for selskaper med høye eierstyringskostnader at ledelsen holder kortene tett mot brystet (ordknapp). En slik informasjonsstrategi gjør det lettere for ledelsen å kontrollere både generalforsamling og styre og dermed også selskapets 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.

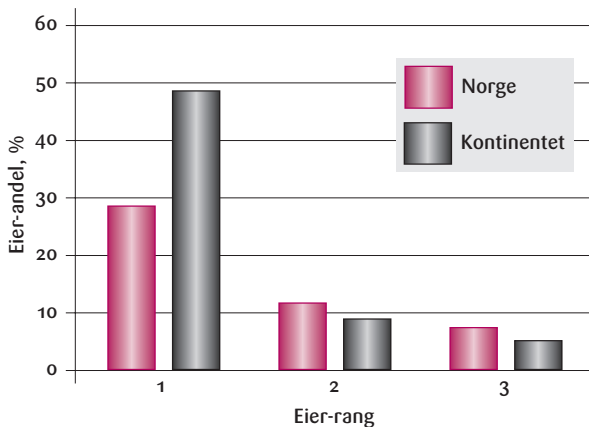
Teorien sier ikke noe om hvorvidt nettoeffekten av disse fordelene og ulempene er positiv eller negativ. Sammenhengen mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet er derfor et empirisk spørsmål.

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.

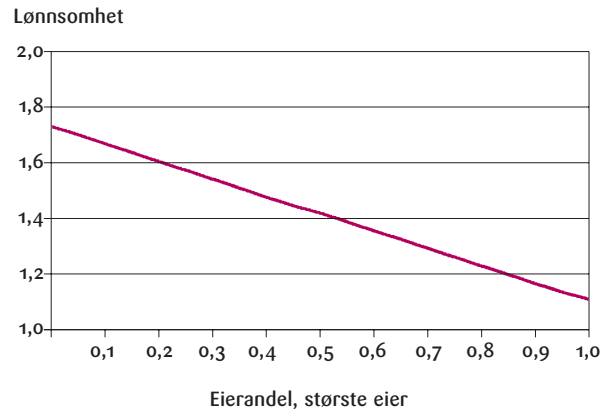


Figur 2 viser eierkonsentrasjon i Norge og på det europeiske kontinentet, uttrykt som gjennomsnittlig eierandel for selskapets største, nest største og tredje største eier.

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 eiertypene 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.

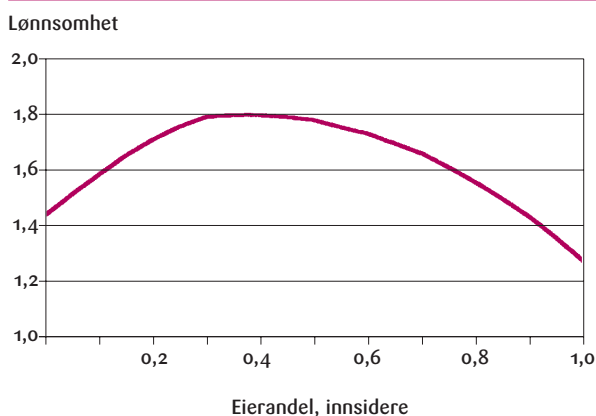
Kostnadene ved innsideeierskap er for det første diversifiseringstapet, som ble diskutert i avsnitt 3.1. Dette er særlig problematisk for ledelsen, som også mottar sin lønn fra den samme kilden som skaper aksjeverdien, dvs. selskapets framtidige kontantstrøm. Den andre kostnaden ved innsideeierskap er 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 multinasjonale 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 børsnoterte selskaper 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.

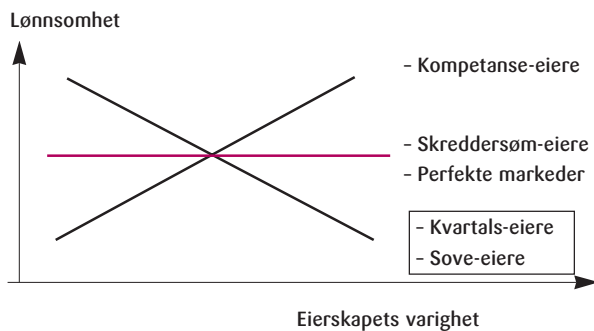
Mange synes å bruke begrepet langsiktighet som et honnørord og kortsiktighet som et skjellsord. Bak en slik oppfatning ligger trolig en ide om at mens langsiktige eiere er gode eiere, så gjør de kortsiktige mer skade enn gagn for selskapet. Er det virkelig så enkelt?

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 tilsvarer 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.

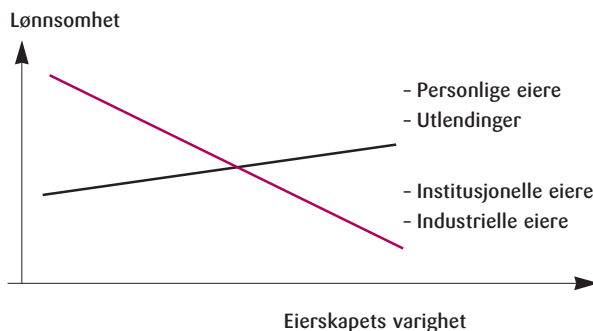


tatene opp. I sin tur frister dette ledelsen til å velge realinvesteringer med kort inntjeningstid framfor mer lønnsomme prosjekter som krever lenger tid før regnskapsresultatene kommer.

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 prosjekt lengden 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 inverst 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 inverst sammenheng mellom eiervarighet og lønnsomhet. Dette er konsistent med hypotesene om sove-eiere og kvartals-eiere (fallende kurve).

Dette resultatet bryter med populær oppfatningen 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. Ut fra 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.

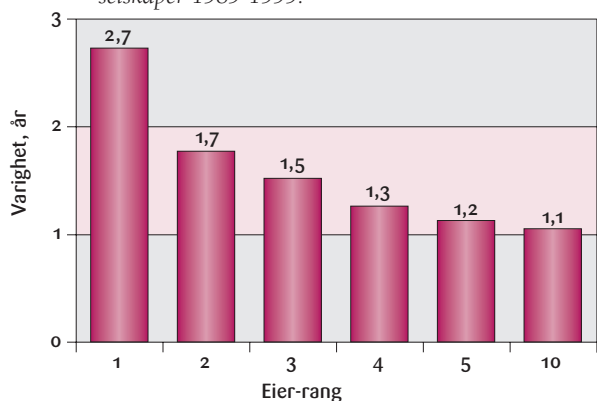
⁶ Tilsvarende kan det argumenteres for at selskaper trenger ulike typer eiere i ulike deler av sin livssyklus. Eksempelvis kan forholdsvis passive institusjonelle eiere uten styreplass fungere godt i stabile perioder, men være helt utilstrekkelig når selskapet må gjennom store omstillinger.

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 statiske 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.

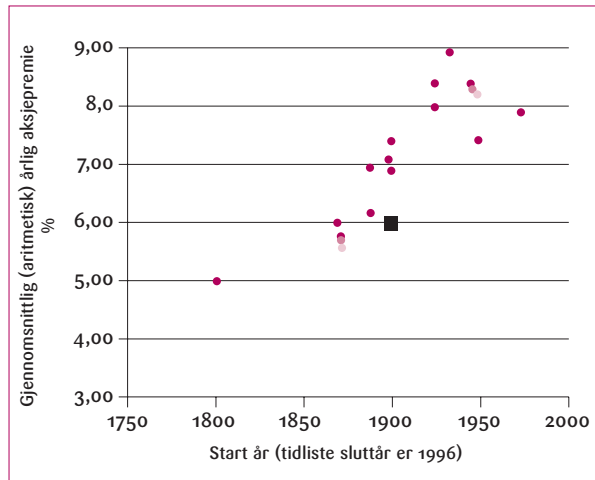
³ Et slikt argument forutsetter at man ikke har strukturelle brudd (som følge av for eksempel skattereformer) som gjør at sannsynlighetsfordelingen til forventet aksjepremie ikke er trukket fra den samme fordelingen som har generert historiske data.

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 aksjeforfølje 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 USA.⁶ 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].

Tabell 1 Gjennomsnittlig (aritmetisk) årlig realisert aksjepremie utenfor USA.

Land	Periode	Aksjepremie			Artikkel	Land	Periode	Aksjepremie			Artikkel
		Aritm.	Geom.					Aritm.	Geom.		
Australia	1882-2002	6.99	-	Kyriacou et. al. (2004)	Nederland	1901-2002	6.81	-	Kyriacou et. al. (2004)	Dimson et.al. (2004)	
	1900-2003	8.30	6.90	Dimson et.al. (2004)		1900-2003	6.40	4.30	Dimson et.al. (2004)		
Belgia	1900-2003	4.50	2.30	Dimson et.al. (2004)	Norge*	1900-2004	4.00	1.70	Dimson et.al. (2005)		
	1927-2003	8.35	-	Kyriacou et. al. (2004)							
Canada	1901-2002	6.22	-	Kyriacou et.al. (2004)	Spania	1900-2003	5.10	3.10	Dimson et.al. (2004)		
	1900-2003	5.70	4.30	Dimson et.al. (2004)		1940-2002	8.32	-	Kyriacou et.al. (2004)		
Danmark	1900-2003	3.80	-	Kyriacou et.al. (2004)	Sveits	1900-2003	5.00	3.30	Dimson et.al. (2004)		
	1922-2002	4.00	2.40	Dimson et.al. (2004)		1919-2002	7.09	-	Kyriacou et. al. (2004)		
Frankrike	1871-2002	8.49	-	Kyriacou et.al. (2004)	Sverige	1900-2003	7.70	5.40	Dimson et.al. (2004)		
	1900-2003	9.00	6.50	Dimson et.al. (2004)		1919-2002	6.95	-	Kyriacou et.al. (2004)		
Italia	1900-2002	8.68	-	Kyriacou et.al. (2004)	Sør-Afrika	1900-2003	7.90	5.80	Dimson et.al. (2004)		
	1900-2003	10.30	6.30	Dimson et.al. (2004)		Tyskland	1871-2002	7.73	-	Kyriacou et.al. (2004)	
Japan	1900-2003	9.50	6.30	Dimson et.al. (2004)	1900-2003		9.60	4.20	Dimson et.al. (2004)		
	19114-2002	9.89	-	Kyriacou et.al. (2004)	1978-1997		6.60	-	Mehra/Prescott (2004)		
	1970-1999	3.30	-	Campbell (2004)	UK	1871-2002	5.03	-	Kyriacou et.al. (2004)		
Irland	1871-2002	6.67	-	Kyriacou et.al. (2004)		1900-2003	6.00	4.30	Dimson et.al. (2004)		
	1900-2003	5.70	3.80	Dimson et.al. (2004)		1947-1998	4.60	-	Siegel (1998)		
					Østerrike	1927-2002	7.12	-	Kyriacou et.al. (2004)		

* Tallene for Norge er hentet fra Dimson, Marsh, Staunton, 2005, «Global Investment Returns Yearbook 2005»

Dimson et. al (2004) en gjennomsnittlig aksjepremie på 6 % på kryss av alle land i deres studie.⁷ Forskjellen mellom studiene skyldes mest sannsynlig at de håndterer overlevelsesskjevhet forskjellig eller at de benytter forskjellige proxier på risikofri avkastning i de forskjellige markedene. Dimson et.al. oppdaterer sin studie hvert år, og har i siste versjon også med Norge. For perioden 1900-2004 estimerer de aksjepremien i Norge til 4.0 % aritmetisk og 1.7 % geometrisk, altså en del lavere enn verdensgjennomsnittet.

3 MULIGE FORKLARINGER PÅ EN HØY FORVENTET AKSJEPREMIE

I dette avsnittet gir vi først en kort innføring i aksjepremiegåten slik den ble formulert av Mehra og Prescott i 1985. Deretter oppsummerer vi senere studier som forsøker å løse gåten ved å utvide det teoretiske modellrammeverket.

Disse arbeidene har altså som utgangspunkt at forventet avkastning på aksjer ligger nær opp til den høye gjennomsnittlige historiske aksjepremien, og forsøker å forene dette med rasjonell økonomisk adferd. Stoffet er i all hovedsak hentet fra oversiktsartiklene til Mehra og Prescott (2003) og Mehra (2003).

Aksjepremiegåten ble opprinnelig beskrevet med utgangspunkt i en standard nyttemaksimeringsmodell med en representativ investor med konstant relativ risikoaversjon.⁸ Løsning av modellen gir et uttrykk for forventet avkastning på et aktivum som er lik risikofri rente pluss en risikopremie bestemt av korrelasjonen mellom avkastningen på aktivumet og marginalnyttens av konsum. Den viktigste implikasjonen av modellen er at et aktivum som gir god avkastning i situasjoner med høyt konsum/lav marginalnytte av konsum krever en høy risikopremie, og

⁷ Gjennomsnittlig geometrisk aksjepremien for verden er 4,6 % i Dimson et.al. (2004).

⁸ Konstant relativ risikoaversjon innebærer at en investor vil holde en konstant andel av sin formue i risikable aktiva. To forhold taler for å velge en slik preferansefunksjon. For det første er funksjonen skala invariant, noe som er forenlig med en noenlunde stabil risikopremie over en periode med sterk økonomisk vekst. For det andre muliggjør funksjonen en representativ agent formulering som er uavhengig av initial fordeling av formue.

omvendt. Basert på denne modellen, viste Mehra og Prescott (1985) at størrelsen på observerte korrelasjoner mellom avkastning på finansielle aktiva og konsum ikke er i nærheten av det de må være for forklare den realiserte aksjepremien; observert aksjeavkastning er for høy og observert risikofri rente er for lav. Det er med andre ord svært vanskelig å forene den observerte historiske aksjepremien med rasjonell økonomisk adferd.

To typer av modeller prøver å løse aksjepremiegåten ved å spesifisere alternative preferansestrukturer. Den ene typen modifierer nyttefunksjonen slik at en investor som har høy risikoaversjon (aversjon mot variasjoner i konsumet over tilstander på et gitt tidspunkt) ikke nødvendigvis trenger å ha høy aversjon mot variasjoner i konsumet over tid (Epstein og Zin, 1991).⁹ Gitt at konsumet i gjennomsnitt øker over tid, vil denne modellspesifikasjonen gi bedre insentiver til sparing. Dette vil øke etterspørselen etter obligasjoner og gi en lavere risikofri rente som er mer i tråd med observerte renter. Den andre typen av modeller tar hensyn til at nytte kan avhenge både av konsumet i dag og tidligere konsum (Constantinides, 1990).¹⁰ Med en slik preferansespesifikasjon kan investorer ha en sterk aversjon mot variasjoner i konsumet over tid selv om risikoaversjonen er lav. Denne modellen genererer også en lavere risikofri rente fordi aversjon mot svingninger i konsumet øker etterspørselen etter obligasjoner. Begge modelltypene er altså i stand til å generere en risikofri rente som stemmer bedre med virkeligheten. De lykkes imidlertid ikke fullt ut i å løse aksjepremiegåten.

Constantinides og Duffie (1996) utvikler en modell som tar hensyn til at konsumenter står overfor inntektsrisiko som det ikke går an å forsikre seg mot, f. eks risiko for å miste jobben. Aksjeinvesteringer har den ugunstige egenskapen at de faller i verdi i de situasjonene der sannsynligheten for å miste jobben er høy. I nedgangstider trenger konsumentene derfor et ekstra insentiv for å holde aksjer og dette genererer en høy risikopremie. Det er imidlertid ikke opplagt at den graden av variasjon i konsumet som kreves for å generere den historiske aksjepremien er for- enlig med rimelige antagelser om risikoaversjon.

Reitz (1988) foreslår en forklaring på aksjepremiegåten som innebærer en liten sannsynlighet for et stort fall i konsumet. For at modellen skal kunne forklare observert aksjepremie gitt en rimelig risikoaversjon, må det forutsettes en hundredels sjanse for en 25 % nedgang i konsum. Dette har ikke skjedd i USA på over 100 år. Et annet problem med modellen er at den impliserer en invers sammenheng mellom realrente og sannsynligheten for en krise som ikke stemmer med historien. Brown et. al (1995) lanserer en forklaring basert på såkalt overlevelsesskjevhet. Ex post avkastning reflekterer premien i de aksjemarkedene som har hatt suksess. Ex ante aksjepremien kan ha vært mye lavere fordi ingen vet på forhånd hvilke børser som vil overleve. Problemet med denne forklaringen er at det er vanskelig å tenke seg alvorlige finanskriser som ikke rammer aksje- og obligasjonsmarkedene samtidig. Det vil si at overlevelsesskjevhet sannsynligvis påvirker nivået på avkastning både i aksje- og obligasjonsmarkedene, og dermed ikke aksjepremien.

Constantinides et. al (2002) genererer en høy forventet aksjepremie ut fra en modell som kombinerer lånebeskrankinger og investorheterogenitet. Aksjer er en attraktiv investering for unge mennesker (lav korrelasjon mellom aksjeinntekt og konsum), men denne gruppens etterspørsel etter aksjer er svært lav på grunn av lånebeskrankinger. Det innebærer at aksjer prises av gruppen middelaldrende investorer som opplever at det er en høy korrelasjon mellom aksjeinntekter og konsum. Vi ser nærmere på denne modellen i avsnitt 6.

Bansal og Coleman (1996) forklarer aksjepremiegåten med en likviditetspremie. Investeringer i andre aktiva enn penger inkluderer en tjeneste knyttet til å forenkle transaksjoner, og dette påvirker avkastningen på aktiva i likevekt. Dersom tjenestekomponenten er ulik for aksjer og obligasjoner kan det forklare aksjepremien.¹¹ McGrattan og Prescott (2001) foreslår en skattebasert forklaring på aksjepremien. Stor reduksjon i personlige skattesatser og økte muligheter for å skjerme inntekt fra beskatning førte til en dobling av aksjekursene i USA mellom 1960 og 2000. Dette førte i neste omgang til mye høyere ex post avkastning på aksjer enn på

⁹ For en investor med konstant relativ risikoaversjon vil det være et fast inverst forhold mellom risikoaversjon og intertemporal substitusjon.

¹⁰ Nytten er en avtagende funksjon av tidligere konsum og marginalnyttan er en økende funksjon av tidligere konsum.

¹¹ Det finnes flere innvendinger mot hypotesen. En stor andel T-bills holdes av institusjoner som ikke bruker transaksjonstjenesten, historisk er det lite samsvar mellom endringer i aksjepremien og endringer i prisen på transaksjonstjenesten, og modellen impliserer en betydelig forskjell i avkastning mellom kortsiktige og langsiktige obligasjoner som vi ikke observerer i virkeligheten.

obligasjoner. I motsetning til de andre forklaringene er denne forklaringen altså ikke risikobasert.

De ulike teoretiske forklaringene på at rasjonelle investorer har hatt en høy forventet aksjepremie har gitt mye verdifull innsikt. Alle modellene har imidlertid sine svakheter. Canova og De Nicolo (2003) tester flere av modellene empirisk på et paneldatasett fra G7 landene i perioden 1970- 1999. Ingen av modellspesifikasjonene er i stand til å løse aksjepremiegåten, verken over hele tidsperioden eller over del perioder.

4 HAR FORVENTET AKSJEPREMIE FAKTISK VÆRT HØY?

En alternativ forklaring på den høye historiske aksjepremien er at den har vært mye høyere enn det investorene faktisk forventet. Denne ideen bygger i hovedsak på resultatene fra enkelte nyere studier som bruker verdsettingsmodeller til å estimere forventet avkastning basert på det til enhver tid tilgjengelige datamateriale. I dette avsnittet oppsummerer vi de viktigste studiene innenfor denne grenen av litteraturen.

I henhold til en generell verdsettingsmodell kan forventet realavkastning på aksjer, $E[R]$, på et tidspunkt t skrives som,

$$(1) E[R](t) = D(t) + E[G](t)$$

hvor D er dividende i prosent av aksjepris og $E[G]$ er forventet prosentvis kapitalgevinst over den tidsperioden man ser på. Fama og French (2002) fokuserer på den ubetingede forventede aksjepremien. Gitt et stasjonært forhold mellom dividende og pris, vil veksten i dividende være tilnærmet lik veksten i kapitalgevinst. Tilsvarende vil et stasjonært forhold mellom inntjening og pris innebære at veksten i inntjening er tilnærmet lik veksten i kapitalgevinst. Basert på disse forutsetningene kan den forventede ubetingede aksjeavkastningen estimeres som summen av gjennomsnittlig historisk dividende og gjennomsnittlig historisk vekst i dividenden (dividendemodellen), eller som summen av gjennomsnittlig inn-

tjening og gjennomsnittlig vekst i inntjeningen (inntjeningsmodellen):

$$(2) E[R] = A(D) + A(GD) \quad \text{eller} \quad E[R] = A(D) + A(GY)$$

hvor A står for gjennomsnitt og GD og GY står for henholdsvis vekst i dividende og inntjening.

Fama og French antar at investorer på ethvert tidspunkt opp gjennom historien har dannet seg et estimat på forventet aksjepremie basert på gjennomsnittlig dividende/inntjening og gjennomsnittlig vekst i dividenden/inntjeningen frem til dette tidspunktet. Ut fra dividendemodellen og en tidsserie på 128 år fra 1872 til 2000 anslås forventet aksjepremie i USA til 3,5 %, noe som er 60 % lavere enn den realiserte gjennomsnittlige aksjepremien i perioden. Forskjellen skyldes i all hovedsak perioden fra 1950 til 2000. Flere forhold taler for at estimatene fra dividende- og inntjeningsmodellene ligger nærmere den forventede aksjepremien enn den gjennomsnittlige realiserte aksjepremien: Estimaten er mer presise i form av lavere standardavvik, estimatene gir en tilsvarende Sharpe rate (avkastning/volatilitet) for begge periodene 1872-1950 og 1950-2000 (hvis man bruker realisert aksjepremie doubles Sharpe raten), og estimatene gir et rimeligere samsvar med andre fundamentale faktorer som forholdet mellom bokført verdi og markedsverdi, avkastning på investeringer og egenkapitalkostnad.¹²

Arnott og Bernstein (2002) utfører en lignende studie basert på dividendemodellen og en forutsetning om at det ikke er noen «mean reversion» i markedene.¹³ Forfatterens hovedpoeng er at veksten i reelle aksjekurser så vel som intern vekst i reell dividende har vært betydelig lavere enn veksten i BNP, og at begge variablene ligger nærmere BNP vekst per innbygger enn total BNP vekst.¹⁴ Forventet realvekst i dividende estimeres derfor ut fra modellen,

$$(3) E[GD](t) = E[GBNP](t) + E[DBNP](t)$$

hvor $GBNP$ er prosentvis vekst i reell BNP per innbygger over den relevante perioden og $DBNP$ er en årlig prosentvis ut-

¹² Lignende studier er Claus et. al (2001) og Gebhardt et. al (2001). Disse studiene brukes analytikeranslag for å estimere kontantstrømmer og ser på kortere tidsperioder.

¹³ Hvis det ikke er noen mean reversion i markedene, vil prosentvis endring i pris per dividendekrone være en tilfeldig variable med forventning lik null. I så fall trenger man ikke fokusere på den ubetingede forventede aksjepremien.

¹⁴ Med intern vekst menes veksten i dividende som følger av reinvestering av tilbakeholdt inntjening. Den reelle interne veksten i dividende over de siste 200 årene var i gjennomsnitt 0,9 %. Veksten i inntjening over de siste 131 år har vært gjennomsnittlig 1,4 %. Både dividende og inntjeningsveksten var lavere enn veksten i BNP per innbygger, som i snitt var 1,6 % over de siste 200 år og 2 % over de siste 131 årene.

vanning («dilution») av denne veksten som følge av at den kommer som dividende.¹⁵ Estimerer på langsiktig vekst i reell BNP per innbygger og utvanningseffekten er basert på historiske 40 års perioder. Begge komponentene har vært stabile over de siste 200 årene. 40-års vekstraten i reell BNP per innbygger har i gjennomsnitt vært 1,8 % med standardavvik 0,9, mens utvanningseffekten har vært gjennomsnittlig -80 basispunkter med et standardavvik på 0,5. Metoden gir en gjennomsnittlig estimert forventet aksjepremie over de siste 200 årene på 2,4 % (6,1 % aksjeavkastning minus 3,7 % obligasjonsavkastning). Den estimerte forventede aksjepremien har nesten aldri oversteget 5 %. Variasjonen i premien skyldes i større grad variasjon i den forventede realavkastningen på obligasjoner enn på aksjer. Anslaget for (betinget) forventet avkastning er 2-4 % både for aksjer og obligasjoner; altså en forventet aksjepremie lik null.

Dimson et. al (2002) foretar tre korreksjoner av den historiske aksjepremien for å ta hensyn til det de hevder er en overvekt av positiv sjokk i beregningsperioden. Et aritmetisk gjennomsnitt av aksjepremien beregnes ut fra det geometriske gjennomsnittet over perioden fra 1900 til 2000 og *dagens* volatilitet i aksjemarkedene. Den historiske aksjepremien korrigeres for en antatt uforventet økning i konstantstrømmer. Det gjøres ved å estimere en uforventet endring i dividenderaten (0,2 % for USA i perioden fra 1900 til 2000). Til slutt korrigeres den historiske aksjepremien for en antatt reduksjon i avkastningskravet. Denne reduksjonen beregnes på bakgrunn av den langsiktige økningen i pris/dividende raten. Resultatet er en forventet ubetinget aksjepremie på i underkant av 4 % for USA (2,5 geometrisk).

I henhold til studiene referert til i dette avsnittet bør estimerer på forventet aksjepremie nedjusteres betraktelig i forhold til den gjennomsnittlige historiske aksjepremien over det siste hundreåret. Et problem med argumentasjonen er at det forutsetter at investorer kan ta systematisk feil over lange tidsperioder.

5 KAN AKSJEPREMIEN PREDIKERES?

I dette avsnittet oppsummerer vi senere års forskningsresultater når det gjelder spørsmålet om aksjepremien kan

predikeres. Evnen til å predikere aksjepremien kan ha ulike årsaker, for eksempel at risikopremier er tidsvarierende eller at aktørene i finansielle markeder oppfører seg irrasjonelt. Dersom det finnes variable som fanger opp tilstanden til de faktorene som kan predikere aksjepremien, bør estimerer på forventet aksjepremie betinges på nivået på disse.

Hypotesen om at aksjeavkastning kan predikeres på mellomlang sikt har hatt stor betydning for både teoretisk og empirisk forskning knyttet til dynamisk aktivassammensetning. Cochrane (1999) kaller muligheten til å betinge forventet aksjeavkastning og aksjepremie på ulike tilstandsvariable «a new fact in finance», og prediksjonsevnen til enkelte variable, i første rekke dividende i prosent av pris (D/P), er nærmest etablert som et stilisert faktum. En stor andel studier de siste 20-30 årene har funnet støtte for en viss grad av prediksjonsevne. Enkelte nyere studier viser imidlertid at prediksjonsevnen til variable som dividende og inntjenings rater i beste fall er svak.¹⁶ Hovedpoenget i de nye studiene er at variablene ikke har noen god prediksjonsevne betinget på det informasjonssettet som var tilgjengelig på prediksjonstidspunktet, altså et resonnement som minner om det som brukes for å argumentere for at investorer ikke har hatt noen grunn til å forvente den høye historiske aksjepremien. I dette avsnittet vil vi oppsummere resultatene fra disse studiene.

Bossaerts og Hillion (1999) påpeker at en gyldig prediksjonsmodell for aksjepremien må være basert på statistiske seleksjonskriterier som sikrer at modellen også gjelder ex-ante. Seleksjonskriterier som bare er egnet til å velge mellom lineære modeller kan ikke utelukke at den «sanne» datagenererende modellen er ikke-lineær. Ut fra forskjellige modellkriterier undersøker de om ulike variable, herunder inntjening over pris (E/P) og D/P, har en god prediksjonsevne utenfor utvalget, og om de blir plukket ut basert på statistiske seleksjonskriterier som er robuste i situasjoner hvor variablene ikke er stasjonære. Datautvalget består av månedlige data for 14 land, med korteste tidsserie på 10 år og lengste tidsserie på 40 år. Hovedresultatet er at både E/P og D/P har en relativt god forklaringskraft innenfor utvalget, men ingen prediksjons-

¹⁵ Det oppgis flere årsaker til en slik utvanningseffekt. En årsak er at en stor del av veksten i økonomien kommer fra nye virksomheter. For eksempel består mer enn halvparten av Russell 3000 i dag av selskaper som ikke eksisterte for 30 år siden. For det andre blir tilbakeholdt overskudd ofte reinvestert til en lavere avkastning enn alternative eksterne investeringer; dividende har vist seg å vokse raskere når payout raten er høy enn når den er lav. En tredje årsak er at vekst i et selskap leder til flere utstående aksjer som automatisk innebærer at redusert vekst i dividende per aksje.

¹⁶ Av publiserte artikler som tar for seg forutsigbarhet over de siste 30 årene, er det 9/10 som forkaster nullhypotesen om ingen forutsigbarhet. Ser vi på studier de siste årene har denne brøken endret seg til nærmere 2/3. Kilde: Goyal og Welch (2004).

evne utenfor utvalget.¹⁷ Forfatterne argumenterer for at dette indikerer at parametrene i de estimerte modellene varierer over tid. Den modellen som gir best prediksjonsevne utenfor utvalget er kun basert på gjennomsnittlig aksjepremie frem til prediksjonstidspunktet.

Goyal og Welch (2004) tar for seg et bredt spekter av tilstandsvariabler over perioden 1871 til 2003, og undersøker om den prediksjonsevnen de fleste andre studier rapporterer at disse variablene har for historisk aksjepremie i USA også holder utenfor utvalget.¹⁸ At en variabel kan forklare variasjoner i aksjepremien over tid basert på total forklaringskraft i en regresjonsmodell (R^2) betyr ikke nødvendigvis at variabelen ville hatt noen god prediksjonsevne betinget på det informasjonssettet som var tilgjengelig på prediksjonstidspunktet. Goyal og Welch (2004) undersøker om man ved å benytte realtidsinformasjonen i de forskjellige variablene opp til prediksjonstidspunktet oppnår et bedre anslag på fremtidig aksjepremie sammenlignet med å basere anslaget på et historisk gjennomsnitt for aksjepremien opp til samme tidspunktet. Basert på horisonter fra 1 måned til 10 år vises det at ingen av variablene har en stabil og robust prediksjonsevne utenfor utvalget.

Ang og Bekaert (2004) gjør en lignende analyse som Goyal og Welch (2004) og utvider datagrunnlaget med flere land (USA, UK, Frankrike og Tyskland). Studien undersøker i hvilken grad D/P og E/P predikerer aksjepremien på kort sikt (kvartal) og over 5 år, utenfor utvalget. Hovedresultatet fra studien er at D/Ps evne til å predikere aksjepremien verken er statistisk signifikant, robust på kryss av land eller systematisk for forskjellige del perioder. Resultatene fra studien er også oppsiktsvekkende fordi de viser at resultatene i Campbell (2003), som finner sterk støtte for at aksjepremien kan predikerers på lang sikt i UK, Tyskland og Frankrike faller bort dersom man bruker en mer korrekt metode for å justere standardavvik.¹⁹

Motivert av disse resultatene gjennomfører Campbell og Yogo (2002) en ny analyse av prediksjonsevnen til D/P og E/P på aksjepremien i det amerikanske aksjemarkedet

basert på to nyutviklende og robuste tester. Analysen viser at standard t-tester er altfor høye når man tester for om D/P og E/P ratene kan predikere aksjepremien på mellomlang sikt. Til tross for dette finner de fortsatt støtte for at E/P og D/P ratene har en viss prediksjonsevne, om enn mye svakere enn hva som er funnet i tidligere studier. Cambell og Thompson (2004) viser at prediksjonsvariable som har en signifikant prediksjonsevne innenfor utvalget generelt også gir bedre prediksjoner enn gjennomsnittlig historisk avkastning utenfor utvalget. Dette resultatet gjelder såfremt man legger inn restriksjoner for å få fornuftige fortegn på koeffisienter og prediksjoner. Forfatterne hevder at den dokumenterte prediksjonsevnen utenfor utvalget er økonomisk meningsfull selv om den er lav.

Nyere studier reiser altså tvil om gyldigheten av den etter hvert etablerte oppfatningen at variasjoner i realisert aksjepremie til en viss grad kan predikerers. I så fall er det mest fornuftig å basere investeringsbeslutninger på et estimat på det langsiktige likevektsnivået for aksjepremien.

6 DEMOGRAFI OG UTVIKLINGEN I AKSJEMARKEDET

Et annet moment som hevdes å være viktig for aksjepriser og forventet aksjepremie er den demografisk utviklingen. Litteraturen på sammenhengen mellom demografisk utvikling og utviklingen i aksjemarkedet består av både empiriske og teoretiske studier, hvorav de fleste empiriske studiene fokuserer på det amerikanske markedet.

I USA har økningen i aksjeverdier, spesielt de siste tjue årene, sammenfalt med en dramatisk økning i andelen av befolkningen som er mellom 40 og 65 år. Flere studier antyder at høy sparing i denne aldersgruppen har bidratt til den sterke veksten i det amerikanske aksjemarkedet etter andre verdenskrig. Passell (1996) hevder at medlemmene av denne aldersgruppen i økende grad vil selge seg ut av aksjemarkedet når de når pensjonsalder rundt år 2010. Siden generasjonen av kjøpere til disse aksjene vil være mye mindre, predikerer Passell at amerikanske aksjepriser vil falle etter 2010.

¹⁷ En prediksjon «innenfor utvalget» betyr at man benytter hele datasettet til å estimere en sammenheng, og så bruker den estimerte modellen til å gi prediksjoner på tidligere tidspunkter. Dette fører til at man indirekte benytter informasjon som ikke var tilgjengelig på prediksjonstidspunktet ved å anta at sammenhengen er stabil. En prediksjon «utenfor utvalget» betyr at man estimerer modellen opp til tidspunktet før man gir sin prediksjon uten å benytte informasjonen i hele perioden til å estimere modellen først. Altså benytter man realtidsdata og betinger kun på informasjonssettet som var tilgjengelig på ethvert tidspunkt.

¹⁸ Variablene som undersøkes er: D/P, E/P, D/E, bokført verdi/markedsverdi, konsumbasert makroøkonomisk rate (cay), renter og aggregert netto emisjonsaktivitet.

¹⁹ Hodrick (1992) heller enn Newey-West (1987).

Tabell 2 *Konsensus anslag for aksjepremien i 1997 (USA).*

Horisont	Q1	Median	Mean	Q3	Std.avvik
1 år	4.0 %	6.0 %	5.8 %	8.5 %	4.5 %
5 år	5.0 %	7.0 %	6.7 %	8.0 %	2.6 %
10 år	6.0 %	7.0 %	7.1 %	8.4 %	2.0 %
30 år	6.0 %	7.0 %	7.2 %	8.4 %	2.0 %
30 år	6.0 %	7.0 %	7.2 %	8.4 %	2.0 %

Tall fra Welch (2000)

Bergatino (1998) viser at aggregert etterspørsel etter aksjer fra husholdninger i aldersgruppen mellom 40 og 60 år kan forklare 3/4 av realveksten i amerikanske aksjepriser fra 1986 til 1997. Brooks (1998) finner lignende resultater basert på et bredere datamateriale fra 14 industrialiserte land for perioden etter andre verdenskrig. Utviklingen i både obligasjons- og aksjepriser kan i stor grad forklares ut fra etterspørselsmønsteret til den andelen av befolkningen som er i aldersgruppen mellom 40 og 65 år. Dette resultatet gjelder også etter å ha kontrollert for andre fundamentale forklaringsfaktorer. Davies og Li (2003) finner en tilsvarende sammenheng for syv OECD land.

På den annen side er det flere studier som påpeker at disse resultatene må tolkes med forsiktighet, blant annet fordi store sjokk kan påvirke aksjepriser og demografi simultant, også på kryss av land. Eksempler på slike sjokk er depresjonen fra 1930 til 1955 og andre verdenskrig. Poterba (2004) finner i motsetning til de fleste andre studier at sammenhengen mellom aldringen i populasjonen og aksjepriser er svært svak og lite overbevisende i perioden fra 1930 til 2000. Hans argumentasjon er også basert på at det er svært vanskelig å skille effektene av demografisk utvikling og andre fundamentale faktorer på aksjepriser, noe som gjør det vanskelig å avgjøre om den empiriske sammenhengen er spuriøs.

En del problemer og begrensninger knyttet til de empiriske studiene gjør det viktig å ha et teoretisk rammeverk. Constantinides et. al (2002) forsøker å forklare aksjepremiegåten med en modell som tar hensyn til at den yngste generasjonen i en overlappende generasjons modell står overfor lånebegrensninger. Det viktigste elementet i

modellen er at korrelasjonen mellom aksjeavkastning og konsum avhenger av hvor i livssyklusen man er, og at man er villig til å betale mer for et aktivum som gir høyt konsum når marginalnyten er høy enn lav. Ettersom den yngste generasjonen har en usikker fremtidig lønnsinntekt som er lavt korrelert med aksjeavkastning ønsker denne generasjonen å eie aksjer. For generasjonen av middelaldrene er derimot lønnsikkerheten lav samtidig som konsumet er høyt korrelert med aksjeavkastningen. Siden aksjer ikke er noen god sikring mot variasjoner i konsumet for denne generasjonen, vil den kreve en høy kompensasjon for å eie aksjer. Størrelsen på aksjepremien avhenger av hvilken generasjon som er den dominerende eieren av aksjer. Siden det er umulig for unge å få lån med sikkerhet i fremtidig lønnsinntekt, vil de være effektivt utestengt fra aksjemarkedet. Som følge av dette er det de middelaldrende som bestemmer størrelsen på aksjepremien. Så lenge de unge står overfor lånebeskrankinger vil vi altså ha en høy forventet aksjepremie.²⁰

7 EFFEKTER PÅ KONSENSUSESTIMATER FOR FORVENTET AKSJEPREMIE

I dette avsnittet sammenfatter vi studier som tar et eksplisitt standpunkt til størrelsen på forventet aksjepremie. Hensikten er å undersøke om nye forskningsresultater har påvirket oppfatninger om størrelsen på aksjepremien, og hva som er konsensus per i dag om forventet aksjepremie.

En del av litteraturen som forsøker å si noe om forventet aksjepremie benytter seg av spørreundersøkelser. Selv om det knytter seg mange problemer til slike spørreundersøkelser gir de et bilde av de ex-ante forventningene som fantes på det tidspunktet undersøkelsen ble gjennomført. Welch (2000) oppsummerer resultatene fra en omfattende spørreundersøkelse i 1997 blant 226 finansakademikere i USA. I spørreundersøkelsen ble hver deltaker bedt om å gi et anslag på aksjepremien for det neste året og de neste 5, 10 og 30 årene. Tabell 2a viser hovedresultatene fra undersøkelsen. Gjennomsnittlig anslag på forventet årlig aksjepremie over de neste 30 årene var 7,2 %. På det tidspunktet undersøkelsen ble gjennomført var den mest omfattende studien for aksjepremien Ibbotson Associates' Yearbook. Her ble den gjennomsnittlige risikopremien for

²⁰ Dersom forutsetningen om at unge har lånebeskrankinger løses opp, vil de låne for å kjøpe aksjer. Dermed øker obligasjonsavkastningen. Økt obligasjonsavkastning vil i neste omgang føre til et skift i de middelaldrendes porteføljer fra aksjer til obligasjoner. Økt etterspørsel etter aksjer fra de unge og redusert etterspørselen etter aksjer fra de middelaldrende vil virke i motsatt retning. I modellen blir nettoeffekten at både obligasjonsavkastningen og aksjeavkastningen øker, men at obligasjonsavkastningen øker mest. Dette fører til at aksjepremie reduseres.

perioden 1926-1998 estimert til 8,8 %. Gjennomsnittet i de mest brukte lærebøkene på tidspunktet var 8,5 %. De fleste deltagerne i spørreundersøkelsen svarte at anslagene på forventet aksjepremie var avhengig av markedsbevegelsene årene før. Det at anslagene deres var lavere enn lærebøker og Ibbotson's studie kan trolig forklares ved den sterke veksten i det amerikanske aksjemarkedet i 1990 årene.

Uenigheten mellom deltagerne er mye større for korte enn for mellomlange horisonter, noe som kan bety at deltagerne tror på at et langsiktig likevektsnivå på aksjepremien. Vi har ikke funnet noen studier med konsensusanslag for andre land enn USA.

Welch oppdaterer undersøkelsen fra 1997 i Welch (2001). I den oppdaterte studien er antall deltagere økt fra 226 til rundt 500 finansakademikere. Hovedresultatet er at forventningene i 2001 er betraktelig mer pessimistiske enn i 1997. Gjennomsnittlig forventet aksjepremie for en horisont på 30 år er redusert fra 7,2 % i 1997 til 5,5 % i august 2001, og for 1 års horisont er forventningen redusert fra 5,8 % til 4 %. Sammenlignet med hva respondentene svarte i 1997 indikerer resultatene at deltagerne har nedjustert forventningene sine (på alle horisonter) som følge at markedet falt rundt 20 % i løpet av året før oppdateringen av spørreundersøkelsen. I tillegg påpeker Welch (2001) at anslagene trolig er påvirket av flere av de teoretiske og empiriske studiene som argumenterer for at aksjepremien i USA har vært unormalt høy etter andre verdenskrig.

Det er også flere studier og analyser hvor både akademikere og praktikere tar et eksplisitt standpunkt til hva de mener forventet langsiktig aksjepremie er. Clarke og de Silva (2003) har samlet en del slike anslag oppsummert i Tabell 3. I tabellen har vi også lagt til anslag hentet fra andre studier produsert etter 2000. I artikkelen påpeker Clarke og de Silva viktigheten av å skille mellom forventninger for kort-/mellomlang sikt og langsiktige forventninger om hva likevektsnivået på aksjepremien bør være.²¹ Fra tabellen ser vi at de langsiktige forventningene har en spredning fra 0 til 7 %, med en gjennomsnittlig forventning på 3,9 %. Forutsatt at dette er et representativt utvalg for langsiktige forventninger ser vi at forventet langsiktig aksjepremie for USA nesten har blitt halvert siden 1997 fra 7,2 % til 3,9 %.

²¹ Flere av analysene i tabellen er fra presentasjoner og rapporter som ikke er offentlig tilgjengelige. Dette gjør det vanskelig å vite om dette er taktiske eller langsiktige anslag. Siden de poengterer at fokus er på forventet langsiktig aksjepremie antar vi at tallene de har inkludert er langsiktige forventninger.

Tabell 3 Nyere anslag på forventet aksjepremie i USA.

Kilde	Forventet aksjepremie
Arnott/Bernstein (2002)	0.0 %
Farma/French (2002)-dividende modell	2.6 %
Warren Buffett (2001)	3.0 %
Frank Russell (2002)	3.0 %
Goldman Sachs (2002)	3.0 %
Bostock (2004)	3.0 %
Ibbotson/Chen (2002)	4.0 %
Dimson, Marsh, Staunton (2004)	4.0 %
Farma/French (2002) - earnings modell	4.3 %
Alliance Bernstein (2002)	4.5 %
Welch (2001)	5.5 %
Kurz/Motolese (2001)	7.0 %
Gjennomsnitt	3.7 %
Median	3.5 %
Std. avvik	1.7 %

Tall fra Clarke/de Silva (2003)

Når det gjelder estimater på forventet aksjepremie for andre markeder enn USA, er det hovedsakelig Dimson et. al (2004) som kommer med eksplisitte anslag. De beregner aksjepremien for verden til 5 % (3 % geometrisk).

8 OPPSUMMERING

Forventet aksjepremie er den viktigste parameteren for beslutninger om aktivasammensetning og estimering av kapitalkostnader. Både praktikere og akademikere har derfor en sterk fokus på å finne presise estimater på denne. To mye debatterte spørsmål i denne forbindelse er hvorfor den realiserte aksjepremien var så høy gjennom det forrige århundret, og om den forventede aksjepremie i dag er lavere.

I denne artikkelen har vi forsøkt å gi en oversikt over nyere forskningsresultater på aksjepremien og aksjepremiegåten. Studier basert på verdsettingsmodeller argumenterer for at den realiserte aksjepremien over det siste hundreåret har vært uforventet høy. Det mest ekstreme anslaget på forventet aksjepremie over de neste 10 årene

basert på dette modellverktøyet er en forventet avkastning på både aksjer og obligasjoner i størrelsesorden 2-4 %, altså en aksjepremie rundt null. Spørreundersøkelser blant akademikere og anslag blant markedsaktører viser at anslagene på forventet aksjepremie i gjennomsnitt er nedjustert i tråd med de foreslåtte korreksjonene i nyere litteratur. En annen pågående debatt er hvorvidt tidsvariasjon i aksjepremien kan predikeres. Per i dag kan det se ut til at andelen studier som finner støtte for at aksjepremien kan predikeres er på vikende front. Det finnes imidlertid også enkelte nye studier som dokumenterer en økonomisk meningsfull og statistisk robust prediksjonsevne.

REFERANSER:

- Ang, A. og G. Bekaert, 2004. «Stock return predictability: Is it there?», *Columbia Business School Working Paper*.
- Annett, R.D. og P. Bernstein, 2002. «What risk premium is normal?» *Financial Analysts Journal*, March/April, pp.64-85.
- Bergantino, S., 1998. «*Lifecycle Investment Behavior, Demographics, and Asset Prices*» Ph.D. dissertation; Cambridge, Massachusetts: MIT, Department of Economics.
- Bernstein, P., 2003. «How long can you run», *Journal of Portfolio Management*, vol. 29, issue 4, summer.
- Bossaerts, P. og P. Hillion, 1999. «Implementing statistical criteria to select return Forecasting models: What do we learn?» *Review of Financial Studies*, vol. 12, pp. 405-428.
- Bostock, P. 2004. «The equity premium: what level should investors require?» *Journal of Portfolio Management*, vol. 31, issue 2, winter.
- Brooks, R., 1998. «Asset markets and savings effects of demographic transitions», Doctoral Dissertation, Yale University, Department of Economics.
- Canova, F. og G. De Nicolo, 2003. «The properties of the equity premium and the risk free rate: An investigation across time and countries», *IMP Staff Papers*, vol. 50, no. 2.
- Campbell, J. Y. og M. Yogo, 2003. «Efficient tests for stock return predictability», *NBER Working Paper* 10026, October.
- Campbell, J.Y. og S.B. Thompson, 2004. «Predicting the equity premium out of sample: Can anything beat the historical average», *Working Paper*.
- Clarke, R. G. og H. de Silva, 2003. «Reasonable expectations for the long-run U.S. equity risk premium», *Risk Management Perspective*, April.
- Cochrane, J. H., 1999. «New Facts in Finance». *Economic Perspectives*, vol 23, no. 3, Federal Reserve Bank of Chicago, pp 36-58.
- Constantinides, G., J. Donaldson og R. Mehra, 2002. «Junior can't borrow: A new perspective on the equity premium puzzle», *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (February), pp. 269-96.
- Dimson, E., P. Marsh og M. Staunton, 2004.«*Global Investment Returns Yearbook 2004*», ABN Amro og London Business School.
- Dimson, E., P. Marsh og M. Staunton, 2002.«*Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*», New Jersey: Princeton University Press.
- Davis, E. P. og C. Li, 2003. «Demographics and financial asset prices in the major industrial economies», *Discussion Paper*, Department of Economics and Finance, Brunel University, Middlesex, England, No. 03-07.
- Fama, E. og K. French, 2002. «The equity premium», *The Journal of Finance*, 57, pp.637-659.
- Goyal, A. og I. Welch, 2004. «A comprehensive look at the empirical performance of equity premium predictions», *Working Paper*, Emory University (AFA2005).
- Geanakoplos, J. , M. Magill, og M. Quinzii, 2004. «Demography and the long-run predictability of the stock market», *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, pp. 241-307.
- Ibbotson Associates, 2001. «*Stocks, Bonds, Bills and Inflation*», Ibbotson Associates Yearbook.
- IMF Report September 2004. «World Economic Outlook: The Global Demographic Transition», *World Economic and Financial Surveys*.
- Kopcke, R.W. and M. S. Rutledge, 2004. «Stock prices and the equity premium during the recent bull and bear markets», *New England Economic Review*, January.
- Kyriacou, K., J. Madsen, og B. Mase, 2002. «The equity premium», *Working Paper*.
- Mehra, R. og E. C. Prescott, 1985. «The equity premium. A puzzle», *Journal of Monetary Economics*, 15, pp.145-161.
- Mehra, R., 2003. «The equity premium: Why is it a puzzle?», *Financial Analysts Journal*, January/February, pp 54-69.
- Mehra, R. og E. C. Prescott, 2003. «*The equity premium in retrospect*», kapittel 14 i Handbook of the Economics of Finance.
- Poterba, J.M., 2004. «The impact of population aging on financial markets», *Working Paper*, MIT og NBER.
- Passell, P., 1996. «The year is 2010. Do you know where your bull is?» *New York Times*, March 10, Section 3, pp. 1-16.
- Shiller, R., 2001.«Irrational exuberance». New Jersey: Princeton University Press.
- Siegel, J., 1998. «*Stocks for the Long Run*», 2nd Edition, New York: McGraw-Hill.
- Welch, I., 2000. «Views of financial economists on equity premium and on professional controversies», *Journal of Business*, 73, pp.501-537.
- Welch, I., 2001 «The Equity Premium Consensus Forecast Revisited», Cowles Foundation Discussion Paper No. 1325, September.

DAG HENNING JACOBSEN
Konsulent i Norges Bank

DAGFINN RIME
Forsker i Norges Bank



Tobin-skatten: Perspektiver fra mikro-finans*

Tobin-skatten er en skatt på valutatransaksjoner for å begrense kortsiktig, destabiliserende, spekulasjon. Det er tre premisser som må være tilfredsstillende for at Tobins forslag skal være vellykket. For det første må valutamarkedet ikke fungere som ønsket («pasienten må være syk»); for det andre må kurssvingningene skyldes kortsiktig, destabiliserende spekulasjon («diagnosen må være riktig stilt»); og for det tredje må Tobin-skatten ha den ønskede virkning («medisinen må gjøre pasienten frisk»). Disse tre premissene diskuteres ut fra hvordan finansmarkeder faktisk fungerer.

1 INNLEDNING

Siden begynnelsen av 1970-årene har de mest handlede valutaene vært flytende mot hverandre.¹ Valutamarkedet har i denne perioden vært preget av store kursvariasjoner, og et stort og voksende transaksjonsvolum. Ettersom store svingninger i valutakursen antas å ha uheldige virkninger for et lands økonomi, foreslo James Tobin² (1974; 1978) en skatt på valutatransaksjoner for å dempe svingningene. En slik transaksjonsskatt i valutamarkedet har senere blitt kalt en Tobin-skatt. Ifølge Tobin var hovedårsaken til svingningene et betydelig omfang av kortsiktig spekulasjon.

De kortsiktige spekulantene destabiliserte markedet, og medførte at langsiktige, stabiliserende investeringer ikke ble tilstrekkelig reflektert i valutakursutviklingen. Tobin argumenterte også for at en slik transaksjonsskatt kunne øke pengepolitikkenes handlingsrom, spesielt i artikkelen fra 1974. Senere har flere, blant annet organisasjonen ATTAC, rettet oppmerksomheten mot inntektspotensialet ved en slik skatt. Det siste tiårets finanskriser, økt internasjonal økonomisk integrasjon og sosial ulikhet har bidratt til fornyet oppmerksomhet om forslaget.

* Begge forfatterne jobber i Norges Bank. Artikkelen baserer seg henholdsvis på forfatternes hovedoppgave for cand.oecon-graden ved UiO og prøveforelesning for Dr.Polit-graden ved Handelshøyskolen BI. Alle konklusjoner og resonnementer står for forfatternes regning, og representerer ikke nødvendigvis Norges Banks syn. Takk til Randi Næs, Øistein Røisland, Haakon O.Aa. Solheim, Peter Englund, Geir Høidal Bjønnes, Nina Drange, Steinar Holden, Kjersti-Gro Lindquist, og en anonym fagfelle for nyttige kommentarer. Alle resterende feil og uklarheter tar vi naturligvis på egen kappe.

¹ De store valutaene er euro (tyske mark før euro), japanske yen, og amerikanske dollar. I praksis har også mindre lands valutaer vært flytende mot en av disse (for eksempel norske kroner mot dollar mens vi hadde fast kurs mot ecu).

² James Tobin mottok Sveriges Riksbanks pris til Alfred Nobels minne i 1981. Tobin døde 11. mars 2002, 84 år gammel.

Intuisjonen bak Tobin-skatten er enkel: En transaksjons-skatt vil straffe kortsiktige transaksjoner hardere enn de langsiktige. Dermed vil omfanget av de kortsiktige transaksjonene avta, og de fundamentale betraktninger som ligger bak de langsiktige transaksjonene vil få større betydning. Kursene vil derfor i større grad reflektere grunnleggende økonomiske forhold som inflasjon og økonomisk vekst. Et eksempel kan illustrere effekten på kortsiktig spekulasjon: Anta at forventet daglig avkastning på en utenlandsk investering (dvs. utenlandsk rente og mulig kursendring) er 1 prosent. Dette er en enorm avkastning regnet om til årsbasis, og som regel helt urealistisk. En kortsiktig spekulant (her definert som en som bare investerer for én dag) vil gripe muligheten. Hvis vi introduserer en Tobin-skatt, på for eksempel 0,5 prosent, som må betales når spekulanten både kjøper og selger valuta, må avkastningen hjemme være tilnærmet null (faktisk ørlite negativ) for å gjøre den utenlandske investeringen lønnsom. Dette er naturligvis urealistisk lavt sett i forhold til den utenlandske avkastningen, og det er derfor grunn til å tro at skatten gjør den kortsiktige, utenlandske investeringen ulønnsom. Tobin-skatten vil derimot ikke ha særlig virkning på en langsiktig investering: Anta at den langsiktige investoren forventer 15 prosent avkastning over ett år. De to omvekslingsgebyrene på 0,5 prosent vil nå ha svært liten effekt, og investeringen vil bli gjort selv om avkastningen hjemme er tilnærmet like høy.³

Ifølge Tobin kunne en skatt på valutahandel også gi større handlingsrom i den økonomiske politikken. Det ville kanskje vært tilfelle med en skattesats på 1 prosent, slik Tobin selv foreslo. Men for senere foreslåtte skattesatser, på om lag 0,05-0,1 prosent, vil ikke en slik skatt gi nevneverdig økt handlingsrom. Dette ser en lettest ved å betrakte en udekket renteparitet (i logaritmisk tilnærming), $i = i^* + \Delta s^e$, hvor i og i^* er henholdsvis innenlandsk og utenlandsk rente, og Δs^e er forventet kursutvikling. Hvis venstresiden er mindre enn høyresiden, vil en investor velge å låne hjemme for å investere ute. Dersom en introduserer en Tobin-skatt, τ , må investoren ha en tilleggsavkastning ute tilsvarende hva det koster å betale skatten to ganger. Hvis vi ser bort fra kursendringer, vil en Tobin-skatt gi et hand-

lingsrom på om lag $\pm 2\tau$ rundt den utenlandske renten, eller $\pm 0,1$ prosentpoeng dersom $\tau = 0,05$ prosent. Dette er neppe tilstrekkelig til å kunne ha en rente som avviker fra andre lands renter uten at det gir bevegelser i valutakursen (alle andre forhold like), og vil derfor ikke bli nærmere diskutert her.

Formålet med denne artikkelen er å drøfte om en Tobin-skatt kan bidra til å stabilisere valutakursene. Det er tre premisser som må være tilfredsstillende for at Tobins forslag skal være vellykket. For det første må valutamarkedet ikke fungere som ønsket («pasienten må være syk»); for det andre må kurssvingningene skyldes kortsiktig, destabiliserende spekulasjon («diagnosen må være riktig stilt»); og for det tredje må Tobin-skatten ha den ønskede virkning («medisinen må gjøre pasienten frisk»). Tanken er naturligvis at en kan oppnå en nest-best løsning, og at dette er en forbedring i forhold til det eksisterende.

Det er særlig den høye variasjonen i valutakurser som har vært trukket fram som en indikasjon på at markedet ikke fungerer tilfredsstillende. Anekdoter om flokkadferd i finansmarkeder, valutakrisene på 1990-tallet og det store transaksjonsvolumet, spesielt bankenes høye andel av volumet, har blitt betraktet som tegn på at markedet er dominert av kortsiktige, destabiliserende, spekulanter.

I de to neste avsnittene vil vi diskutere om pasienten er syk og om diagnosen er riktig, før vi drøfter mulige effekter/bieffekter av medisinen. Vi vil også komme kort inn på om pasienten vil svelge medisinen. Diskusjonen benytter en relativt ny retning innen finansiell økonomi: Studiet av markeders mikrostruktur. Her behandles spørsmål som hvordan dealere (aktørene i interbankmarkedet) stiller priser, hvordan markedslikviditet oppstår og hvordan markedstrukturen påvirker prissetting og likviditet.⁴ Forhåpentlig vil dette oppklare noen misforståelser.

2 FUNGERER VALUTAMARKEDET?

Empiri har vist at teoretiske modeller, basert på grunnleggende makroøkonomiske forhold, kan forklare valuta-

³ Så fremt avkastningen hjemme er 13,86 % eller lavere. Formelen som brukes er $1+i \leq (1+i^*)S_1(1-\tau)/S_0(1+\tau)$ hvor i^* er utenlandsk rente over perioden (i hundredeler), i er renten hjemme, S er valutakursen (pris på utenlandsk valuta i hjemmevaluta), og τ er Tobin-skatten. Hvis ulikheten holder vil en alltid investere ute. Dette er en variant av udekket renteparitets arbitrasje med skatter. Intuisjon for fortegnene på skatten er at en betaler mye når en kjøper valuta i dag, mens en selger billig neste periode.

⁴ Spesielt interesserte henvises til Lyons (2001) og Bjønnes og Isachsen (2004) for valutamarkedets virkemåte, og Haq, Kaul og Grunberg (1996) og Jacobsen (2002) for en mer detaljert diskusjon av Tobin-skatt.

kurser rimelig godt på horisonter over ett år. Dette er også i tråd med Tobins påstand: På lengre sikt dominerer de investorer som representerer grunnleggende økonomiske forhold. I fortsettelsen vil vi derfor rette oppmerksomheten mot kortsiktige kursbevegelser.

Kurssvingninger er i seg selv ikke uønsket. Hvis grunnleggende økonomiske forhold endrer seg, bør også valutakursene avspeile disse endringene. Hvis valutamarkedet fungerer som ønsket, vil det fremskaffe de «korrekte» valutakursene og -endringene.

Valutakurser er generelt mer stabile enn aksjekurser. Imidlertid er det også grunn til å tro at fundamentale forhold ved en bedrift endrer seg oftere enn for en valuta. Problemet med variasjon i (flytende) valutakurser er at de kan variere *mer* enn hva endringer i fundamentale forhold skulle tilsi.⁵ Dette kan skyldes destabiliserende adferd som teknisk analyse eller flokkadferd. Vi begynner med å diskutere hvordan valutaer blir priset, og drøfter destabiliserende adferd i neste avsnitt.

I valutamarkedet finnes det ikke andre priser enn de dealerne stiller. Dealerne er villig til å stille priser fordi de gjør en handlemulighet tilgjengelig (skaper likviditet) som de kan ta betalt for. Dealerne tjener på salg av likviditet ved å stille kjøpsprisen (kjøp sett fra dealeren) litt lavere enn salgsprisen. Forskjellen kalles spreaden, og vil typisk være sentrert rundt hva de betrakter som korrekt pris.

Den korrekte prisen kan forstås ut fra følgende relasjon:

$$P = \frac{E[V | \mathfrak{I}]}{1 + i + \rho},$$

hvor P er prisen, E er forventningsoperatoren, V er fremtidig verdi, \mathfrak{I} er relevant informasjonssett, i er en risikofri rente og ρ er en risikopremie. Av disse er bare renten observerbar. Dealere kjenner verken risikopremien, forventningsdannelsen eller de andre aktørenes informasjon. Hvis det var slik at det fantes kjente, stabile sammenhenger mellom fundamentale økonomiske forhold og kursen, er det heller ikke et alternativ å vente til informasjon om de fundamentale forhold er kjent, ettersom dealeren også i tiden før publisering av slik informasjon må stille priser for å sørge for en viss likviditet.

Å stille en «korrekt» pris er med andre ord vanskelig. Ved å stille en pris har imidlertid dealeren (implisitt) gjort et forsøk på å tallfeste høyresiden av likningen over. Hva kan så litteraturen fortelle om dealernes prissetting?

Finansielle priser er riktige dersom de fyller sin oppgave med å gi signaler til investorer om hvor de bør fordele sine ressurser for å få høyest mulig (forventet) avkastning. For å gi slike signaler må prisen reflektere *all* tilgjengelig informasjon, og vi sier da at prisen og markedet er *effisient*. Effisiente priser varierer siden *ny* informasjon blir reflektert i prisen. Prisendringer i et effisient marked må derfor nødvendigvis være uventede, og ytterligere endringer kan ikke forventes ut fra å observere en isolert endring, siden *ny* informasjon også må være uventet (ellers skulle den allerede vært reflektert i kursen). Vi sier da at prisen følger en tilfeldig gang prosess (random walk). Tester viser at (flytende) valutakurser ofte har disse egenskapene, noe som kan indikere at valutamarkedet er effisient og derfor fungerer tilfredsstillende.

Det finnes også andre tester for om valutakurser er korrekte. I valutamarkedet kan en handle flere typer instrumenter. Spottransaksjoner er levering av valuta om to dager, mens termintransaksjoner er levering av valuta om for eksempel én måned til en kurs avtalt i dag. Så langt har vi kun omtalt spottransaksjoner. Hvis valutamarkedet er effisient, skulle en vente at terminkursen er markedets beste estimat, basert på dagens informasjon, på hva spotkursen er ved terminens forfall. Litteraturen om dette er stor og entydig: Terminkursen er systematisk et dårlig estimat på fremtidig spotkurs. Dette tyder på at dealernes forventningsdannelse ikke er rasjonell, og at ikke all informasjon er reflektert i prisen.

En kan også teste om det er lønnsomt med valutahandel basert på enkle regler som kun bygger på historiske valutakurser. Et eksempel kan være å kjøpe valuta hvis kursen overstiger gjennomsnittskursen fra de siste 30 dager og selge hvis den går under. I teorien skal slik handel ikke være lønnsom. Om den var lønnsom ville noen allerede ha benyttet regelen, dermed ville kursen blitt endret, og gevinstmuligheten ville bortfalt. Det finnes en rekke problemer med å teste denne type handleregeler, og markedsaktørene vet hvor vanskelig det er å lage gode

⁵ Dette kan være problematisk, bl.a. fordi det gjør eksportører og importørers inntekter og utgifter usikre. Imidlertid er det mulig å «sikre» valutainntekter relativt billig i valutamarkedet. Empiri tyder på at variasjoner i valutakurser har liten betydning for import og eksport (se for eksempel Krugman, 1989).

regler (*ex ante*), men noen resultater kan indikere at det finnes slike enkle, lønnsomme handleregler. Dette er ytterligere en indikasjon på at markedet ikke er effisient.

Det har vært trukket frem at testene nevnt ovenfor legger urealistiske krav på aktørene, særlig de som er basert på standard finans- eller makroøkonomisk teori. Standardmodeller for kursbestemmelse antar at relevant informasjon er allment kjent, og at aktørene vet *hvordan* ny informasjon påvirker prisene. Men hvordan ny informasjon påvirker prisene er ikke offentlig kjent med mindre alle har samme forventningsdannelse. For eksempel har noen banker mer ressurser til analyse enn andre, og dealere i forskjellige banker kan derfor ha ulike forventninger.

Videre er det ikke nødvendigvis slik at alle har samme informasjon. Valutamarkedet er ikke regulert, det finnes derfor ingen plikt for bankene til å rapportere kundenes transaksjoner. Kundenes valutahandel er bankens private informasjon, og kan være av verdi. Hvis for eksempel en bank har mange import- og eksportbedrifter som kunder, vil banken kunne få informasjon om handelsbalansen tidligere enn andre aktører. Relevant informasjon er derfor trolig ikke allment kjent, men forskjellige aktører vil mer sannsynlig besitte ulike deler av den relevante informasjonsmengden.

I mikrostrukturlitteraturen studerer en dealeradferd der informasjonen ikke er lik for alle. Man har særlig analysert hvordan dealere kan bruke andres transaksjoner, såkalt ordrestrøm, for å oppdatere sin informasjon. En ordrestrøm er en transaksjon med et fortegn: Hvis den som etterspør likviditet (handler på andres priser) kjøper utenlandsk valuta, gis transaksjonen et positivt fortegn. Og tilsvarende er fortegnet negativt dersom etterspøreren av likviditet selger utenlandsk valuta. Hvis en dealer har privat informasjon, vil han handle basert på denne informasjonen. Han må imidlertid handle før andre får informasjonen, og vil derfor heller handle på andre dealers priser (og betale for det), fremfor å vente til noen ønsker å handle på hans egne stilte priser. Dersom han kjøper utenlandsk valuta, vil motparten kunne tolke dette som at prisen på utenlandsk valuta skal øke. Motparten oppdaterer dermed sine forventninger og reviderer egne priser. Ordrestrømmer er derfor en viktig informasjonskilde for dealerne, og økonometriske tester av kurs-

bestemmelse er feilspesifiserte dersom man ser bort fra effekten av ordrestrømmer.

Evans og Lyons (2002) (se Lyons, 2001) har estimert daglige kursendringer med rentedifferanse og ordrestrømmer som forklaringsfaktorer. Resultatene er slående: Hele 60 prosent av variasjonen i tyske mark-dollar kursen kan forklares i deres modell. I empirisk valutaforskning er dette uten sidestykke: En forklaringsgrad på 10 prosent er regnet som et godt resultat når en benytter daglige data. Ytterligere tester bekrefter at ordrestrømmen er relevant informasjon.⁶ I dette perspektivet er prisingen rimelig korrekt, og dealerne tar hensyn til eksisterende informasjon. Den store graden av variasjon i valutakurser skyldes at informasjonstilgangen til dealerne, ordrestrømmen, er veldig varierende. Og det at ordrestrømmen viser høy variasjon, kan skyldes usikkerhet om de fundamentale forhold som ordrestrømmen forhåpentligvis reflekterer.

Andre typer studier har bekreftet dette. En har sammenlignet kursvariasjon *over* (ikke innen) perioder hvor det er handel, med kursvariasjon over perioder hvor det ikke handles, men hvor det samtidig er grunn til å tro at underliggende informasjonsstrøm er upåvirket av handlestoppen. Eksempler på det siste kan være lunsj-pause uten trading eller stenging av trading for IT-oppdateringer. Både for aksjemarkeder (French og Roll, 1986) og valutamarkeder (Ito, Lyons og Melvin, 1998, se Lyons, 2001) har en funnet at prisvariasjonen er større når det handles enn når det ikke handles. Tolkningen er at den underliggende informasjonsstrømmen ikke har påvirket prisene når det ikke har vært handel, og at prisene derfor har vært mer stabile. Ved handel blir mer informasjon fanget opp i prisene, noe som gir mer effisiente priser.

Vi kan ikke konkludere med at valutamarkedet er effisient. Men ut i fra argumentasjonen ovenfor er det ikke gitt at prisene varierer for mye, selv om de varierer mer enn fundamentale forhold (som er observert etter publisering). Det er imidlertid holdepunkter for at valutamarkedet ikke er effisient: For det første har flere spørreundersøkelser rettet mot markedsaktører indikert ekstrapolerende forventninger som bommer systematisk. Det tyder på at bruken av informasjon ikke er effisient (som nevnt er terminprisen en dårlig prediktor for frem-

⁶ For at ordrestrømmer skal tolkes som relevant informasjon, må effekten være permanent og ordrestrømmene må være (svakt) eksogene i forhold til kursen. Dette blir bekreftet i arbeider av Lyons, Killeen og Moore (2005), se Lyons (2001) og Bjønnes, Rime og Solheim (2005).

tidig spotkurs).⁷ For det andre har mikrostrukturtilnærmingen til valutakursbestemmelse kommet for kort i å identifisere det faktiske informasjonsinnholdet i ordrestømmene. Vi kan derfor ikke hevde at det er rasjonelt for dealerne å legge så stor vekt på ordrestømmer når de oppdaterer sin informasjon. For å bruke sjargongen ovenfor: Vi friskmelder ikke pasienten, men beholder ham til ytterligere observasjon. I neste avsnitt diskuterer vi om Tobins diagnose er riktig stilt.

3 ER SPEKULASJON DESTABILISERENDE?

Som nevnt har krisene i valutamarkedet på 1990-tallet, og transaksjonsvolumet og dets sammensetning, blitt benyttet som bevis på at det er stort omfang av destabiliserende spekulasjon. Men hva er spekulasjon? Å spekulere er for eksempel å kjøpe et verdipapir i den tro at en senere kan selge dyrere. Spekulanter kan gjøre en viktig jobb: Ved sin etterspørsel kan de bidra til at priser som er kunstig lave presses opp til sitt riktige nivå, i tråd med Milton Friedmans klassiske argument. Denne typen spekulanter bidrar til å stabilisere valutakursene. Nyere forskning innen adferdsbasert finans (se Shleifer, 2000) har imidlertid også vist at destabiliserende spekulanter kan overleve i et marked, noe som er i strid med Friedmans argumenter. Destabiliserende spekulanter gjør prisen mer varierende, som igjen gir høyere forventet avkastning. De destabiliserende spekulantene tar høy risiko, men får også høyere forventet avkastning, og blir derfor ikke drevet ut av markedet. I tillegg er ikke stabiliserende spekulasjon så effektiv som Friedman argumenterte for. Porteføljeforvaltere har ofte insentivordninger som gjør dem kortsiktige, og de tar derfor ikke stabiliserende, spekulative posisjoner med mindre de forventer at prisen vil være ved langsiktig likevekt før utgangen av evalueringsperioden. Påstanden om utstrakt destabiliserende spekulasjon skal derfor tas på alvor.

Transaksjonsvolumet

Et stort transaksjonsvolum i valutamarkedet impliserer ikke nødvendigvis at hoveddelen av transaksjonene i dette markedet er (destabiliserende) spekulasjon. Transaksjonsvolumet i valutamarkedet er enormt. Globalt ble det hand-

let valuta for 1900 milliarder dollar pr. dag i april 2004.⁸ Argumentet om at spekulasjon forårsaker volumet har blitt understøttet av (i) at global import og eksport er i størrelsesorden 5 prosent av totalvolumet og (ii) at bankenes andel av det er ca. 70-80 prosent. Men som vist av Lyons (1997) (se Lyons, 2001) impliserer ikke dette utstrakt spekulasjon. Snarere kan det store volumet og interbankandelen skyldes risikostyring.

Bankenes hovedoppgave er å tilby likviditet til sine kunder. Ved å stille priser gjør bankene handlemuligheter tilgjengelig, og de tjener på det ved å kjøpe billigere enn de selger. Imidlertid vet de ikke på forhånd om kundene vil kjøpe eller selge, og de ønsker å unngå store ubalanser i sine porteføljer. Bankene tar sjelden store posisjoner over natten, men selger derimot på ettermiddagen det de har kjøpt gjennom dagen. Det store volumet og bankandelen oppstår nettopp som følge av kundenes handel og bankenes rebalansering i etterkant. Den typiske kundeandel, som enkelthandel å betrakte, er betraktelig større enn de transaksjonene bankene gjør seg i mellom (1-10 millioner euro). For å illustrere dette tar vi utgangspunkt i en kunde som selger et stort eurobeløp til en bank. Dealeren i banken ønsker ikke å beholde hele beløpet han har kjøpt, og selger nesten hele beløpet til andre dealere i andre banker. De andre dealerne ønsker heller ikke å beholde hele beløpet de har kjøpt, og selger det igjen videre til andre banker. Slik fortsetter det, og til slutt vil alle de involverte dealerne ende opp med en liten del av den opprinnelige kundeordren, og risikoen ved kundeordren er fordelt på mange banker. Valutamarkedet fordeler slik risiko svært effektivt, og er en viktig årsak til at dealerne er villige til å handle med kundene for relativt liten kompensasjon (spread). Som følge av bankenes risikospredning, blir det transaksjonsvolumet som kunden forårsaker, mangedoblet sammenlignet med kundens opprinnelige valutahandel. Risikostyringen er nødvendig for å kunne tilby kundene billig likviditet.

Valutakriser

De mange valutakrisene på 1990-tallet viser at land er sårbare når markedsaktørene angriper en valuta. Den tilgjengelige kapitalen til markedsaktørene kan ofte overgå det et lands sentralbank kan benytte i forsvar av kursen,

⁷ Denne type spørreundersøkelser blir imidlertid som regel ikke utført blant dealerne, som er den mest relevante målgruppen siden de setter prisene. Generelt er det analytikere som svarer, og disse har ofte insentiver til å mene at kursen skal gå i en bestemt retning. Litteraturen for adferdsbasert finans har vist at analytikernes kunder ofte foretrekker råd som sier at de vil tjene penger på å handle, fremfor råd som sier at de skal sitte i ro.

⁸ BIS gjennomfører hvert tredje år i april en undersøkelse av valutamarkedet, se <http://www.bis.org/publ/rpfx05.htm>.

og kostnadene ved renteøkninger kan bli for høye til at det er et ønskelig virkemiddel. Men til tross for at det kalles «kriser», er ikke nødvendigvis alle kriser uheldige. For eksempel kan ERM-krisen i Europa i 1992/93 ha blitt forårsaket av at europeiske regjeringer lot sine valutaer over tid tape kjøpekraft (ved å holde for høy inflasjon) vis-à-vis Tyskland. Særlig Storbritannia ser ut til å ha bedret sin konkurransevne etter at de lot pundet flyte i 1992.

Andre kriser, som i Sørøst-Asia i 1997/98, er heller ikke nødvendigvis resultat av destabiliserende spekulasjon, selv om spekulasjon utløser krisene. Ubalanser som fulgte finansiell liberalisering i flere asiatiske land, kunne trolig ikke opprettholdes. I Sørøst-Asia er det imidlertid mer tvilsomt om landene i samme grad som Storbritannia tjente på krisen. Det finnes også eksempler på at kriser kan være drevet fram av spekulanter uten at økonomiske forhold skulle tilsi en endret valutakurs, krisen i Mexico i 1994 er et mulig eksempel.

Dessverre ville nok ikke en relativt liten Tobin-skatt forhindre spekulative angrep, selv der angrepet ikke er drevet av økonomiske ubalanser. I et koordinert angrep kan en investor regne med en gevinst på flere prosent i løpet av én dag. Det er en så stor avkastning at ingen meningsfull Tobin-skatt kan forhindre slike angrep.

Dealersnes strategier

I forrige avsnitt ble det nevnt at spørreundersøkelser indikerer destabiliserende forventninger blant flere aktører. Det finnes også spørreundersøkelser på hvilke strategier for valutahandel dealerne bruker. Allen og Taylor (1990) har vist at mange dealere benytter såkalt teknisk analyse. Siden teknisk analyse gjør bruk av historiske data, som i henhold til standard teori ikke inneholder informasjon om fremtiden, kan dette virke destabiliserende på markedet. Nyere forskningsresultater er imidlertid ikke like entydige. Cheung og medforfattere (2000, 2001) har spurt dealere i USA, Storbritannia og Sørøst-Asia om deres handlestrategier. Resultatene viser at de veksler mellom forskjellige strategier, både stabiliserende og destabiliserende, og at andelen som bruker destabiliserende strategier er lavere enn hva en tidligere har antatt.

Det er heller ikke en selvfølge at flokkadferd eller bruk av teknisk analyse er tegn på irrasjonell adferd. Nyere litteratur viser at både flokkadferd og teknisk analyse kan være en rasjonell reaksjon når dealere står overfor en komplisert informasjonsstruktur. Hvis det er flere nyhetshendelser enn mulige signaler til å fange opp nyhetene, må dealerne bruke historikk for å lære om tidligere informasjonshendelser. Så ved å bruke prishistorikk lærer dealerne om underliggende informasjon, og kan dermed stille mer effisiente priser (se O'Hara, 1995). Flokkadferd, det å handle i samme retning som tidligere handler, kan også være rasjonelt. Hvis en tror at handler er basert på informasjon, vil en oppdatere sine forventninger basert på de observerte transaksjonene. Dersom det er slik at en forventer en prisoppgang, vil en handle i samme retning. Dette vil en gjøre helt til markedsprisen har justert seg til det forventede likevektsnivået. Ettersom aktørene også har annen informasjon å basere forventningene på, og prisene mest sannsynlig justerer seg, vil flokkadferd kunne fungere som stabiliserende spekulasjon. Det finnes imidlertid tilfeller hvor slik adferd forårsaker prisbobler, men konsekvensen av flokkadferd er ikke entydig.

Både teori og empiri gir holdepunkter for utstrakt destabiliserende spekulasjon. Imidlertid er trolig bankers risikostyring en viktigere forklaringsfaktor for størrelsen på transaksjonsvolumet.⁹ Det er heller ikke slik at destabiliserende strategier for handel dominerer i valutamarkedet. På den annen side er det flere valutakriser som ikke kan forklare av økonomiske ubalanser. Men disse krisene ville neppe blitt forhindre av en Tobin-skatt på 0,1 prosent. Vi er derfor ikke rede til å skrive ut en resept enda.

4 KONSEKVENSER FOR VALUTAMARKEDET AV EN TOBIN-SKATT?

I en diskusjon av konsekvenser for valutamarkedet av en Tobin-skatt, tar vi utgangspunkt i hvordan en slik skatt vil påvirke nøkkeloppgavene til ethvert finansmarked: Aggregering av informasjon i priser og tilbud av likviditet. Er en skattesats på 0,1 prosent på valutatransaksjoner lite? Dette avhenger av hvilke valutaer en studerer. I det mest likvide interbankmarkedet, dollar/euro, er transaksjonskostnader, målt ved effektive spreader, svært små, ca. 0,01-0,02 prosent. For norske kroner vs. euro, som er

⁹ *Tobin selv (se Haq m.fl., 1996) peker på at andelen transaksjoner med en horisont kortere enn 7 dager er tegn på destabiliserende spekulasjon. Dette skyldes imidlertid at veldig store volumer plasseres i det såkalte overnight-markedet for at bankene skal styre sin egen likviditet. Dette har ingenting med spekulasjon å gjøre.*

mindre likvid, er den effektive spreaden om lag 0,03-0,06 prosent. Som utgangspunkt antar vi at den effektive interbank-spreaden øker med det dobbelte av skattesatsen, for eksempel 0,2 prosent. Vi kan umiddelbart se at dette mangedobler de effektive spreadene. Er det dramatisk? Ved overgang til euro økte den effektive transaksjonskostnaden i dollar/euro med nær 80 prosent i forhold til mark/dollar, altså en vesentlig mindre økning enn skatteeffekten. Målt mot handel i mark/dollar, var resultatet en halvering av antall dollar/euro-transaksjoner i interbankmarkedet!¹⁰

For å drøfte hvordan transaksjonskostnadene vil bli påvirket, tar vi utgangspunkt i hva de består av. Vi benytter interbankspreaden som uttrykk for transaksjonskostnaden. Spreaden inneholder tre elementer: (i) ordrekostnader; (ii) risikostyringskostnader; og (iii) informasjonskostnader.

Ordrekostnader: Dette er kostnader knyttet til selve gjennomføringen av transaksjonen. Den direkte effekten av Tobin-skatten er at den øker denne komponenten med det dobbelte av skattesatsen. Det vil også være en økning via en indirekte effekt. Ettersom det mest sannsynlig blir færre transaksjoner for bankene å tjene penger på, må hver enkelt transaksjon dekke en større del av bankens faste kostnader ved å drive en valutaavdeling.

Risikostyringskostnader: Når en dealer stiller priser, er det opp til motparten å avgjøre om det blir kjøp eller salg. Dealere vet ikke i forkant hva motparten gjør, og kan ende opp med en uønsket posisjon. Han er villig til å ta posisjonen fordi han blir kompensert for det gjennom risikostyringselementet av spreaden. Jo lettere det er for ham å selge den uønskede posisjonen, desto lavere kompensasjon er nødvendig. Likviditeten og konkurransen i interbankmarkedet har drevet denne kompensasjonen til et svært lavt nivå. Hvis transaksjonsvolumet avtar, blir det vanskeligere for dealeren å finne en motpart i interbankmarkedet. Det reduserer muligheten til og øker kostnaden ved risikostyring, og spreaden vil derfor øke. I tillegg må prisene endres mer og oftere for å få finne villige motparter å handle med. Dette er det klassiske argumentet for hvorfor mindre likvide markeder viser mer prisvariasjon.

Likviditeten vil mest sannsynlig også falle som følge av en annen årsak. De færreste valutapar handles direkte i interbankmarkedet. For eksempel vil et kjøp av dollar mot kroner av en kunde innebære at banken først kjøper euro for kroner, så dollar for euro. Euro fungerer i dette tilfellet som *transportvaluta*. Fremfor å ha ett marked for hvert tenkelig valutapar, har valutamarkedene utviklet seg slik at det er noen få virkelig likvide markeder, fordi det gir lavere transaksjonskostnader. Med en skatt på 0,1 prosent, som må betales to ganger hvis en bruker transportvaluta, vil transportvalutaer kanskje opphøre. Det vil for eksempel bli billigere å handle kroner direkte mot dollar, enn å benytte euro som transportvaluta. I så fall vil valutamarkedet bli mer fragmentert, noe som normalt gir lavere likviditet i alle delmarkeder. Eksisterende, direkte markeder mister transaksjoner til de tidligere indirekte markedene. Dermed blir de (tidligere) direkte markedene mindre likvide, noe som bidrar ytterligere til å øke kostnadene ved risikostyring. De nye markedene, kan også bli mindre likvide siden de ikke lenger kan benytte likviditeten i de direkte markedene.¹¹

Informasjonskostnader: Informasjonskostnader er kostnader som oppstår fordi dealeren ønsker å beskytte seg mot aktører som er bedre informert enn ham selv. Dealere vil alltid tape penger i en transaksjon med en bedre informert motpart. Siden dealeren ikke vet hvem som er informert eller ikke, må han dekke inn disse tapene ved å øke spreaden. Jo større andel informerte handler, dess større er behovet for å øke informasjonskostnaden i spreaden.

En risikostyringstransaksjon er ikke styrt av forventet kursutvikling, og kan derfor ikke kalles informert. Når kostnadene ved risikostyring øker, gir det færre slike transaksjoner. Dermed kan andelen av informerte handler øke, som igjen gir en høyere informasjonskostnad i spreaden. Transaksjonskostnadene vil derfor trolig øke med mer enn skattesatsens størrelse, men det er usikkert hvor stor økningen blir. Uansett vil den direkte effekten dominere, og som antydnet ovenfor kan den være betydelig.

Hva med villigheten til å stille priser? I dagens interbankmarked stilles de fleste priser over elektroniske handelssystemer (elektroniske meglere). Priser som stilles på slike systemer er en gratis opsjon på å gjøre transaksjoner, og

¹⁰ Avsnittet baserer seg på Bjønnes og Rime (2005) og Love m.fl. (2002).

¹¹ Hvis transportvalutaer opphører vil volumet i markedet falle markant, og inntektene vil bli dertil mindre.

kan sees av hele markedet. Hvis volumet i markedet faller, vil transaksjonsintensiteten avta. Dermed vil en stilt pris bli stående lenger (med mindre den trekkes). Dealere ønsker ikke å la prisene sine stå for lenge, ettersom opsjonsverdien på prisen øker med hvor lenge den er tilgjengelig. Det vil derfor trolig bli stilt færre priser, og likviditeten vil avta.

For informasjonsaggregeringen kan imidlertid en Tobin-skatt i prinsippet ha en positiv effekt. Som nevnt ovenfor fanger dealerne opp andres informasjon ved å observere handlestrømmen. Vi har tidligere nevnt at risikostyring ikke er styrt av informasjon. Risikostyring innebærer altså et element av støy i informasjonen, og gjør læringen fra ordrestømmen vanskeligere. Vi har argumentert for at risikomotiverte transaksjoner vil avta. Ordrestømmen vil derfor innholde mindre støy, og læringen kan bli mer effektiv. I så fall kan prisen fange opp mer av den informasjonen som er tilgjengelig, noe som isolert sett bidrar til at prisen blir mer effisient.

På den annen side vil noen transaksjoner som inneholder informasjon, bli ulønnsomme etter skattlegging, slik at mindre informasjon fanges opp i prisene. Det gjør valutakursene mindre effisiente. Siden en skatt på 0,1 prosent mangedobler spredningen, er effekten mest sannsynlig stor. I flere aksjemarkeder har det fra tid til annen vært innført skatter som tilsvarende Tobin-skatten, blant annet i Sverige i midten av 1980-årene. De fleste erfaringene har vært at aksjekursene har blitt *mer* variable etter skattlegging.¹² Aksjemarkeder har også regler for hva som er minste tillatte prisene (desimal). Endringer i denne kan betraktes som en skatt (eller subsidie). Analyse av slike endringer tyder også på at prisvariasjonen øker.

Diskusjonen over indikerer at en Tobin-skatt på 0,1 prosent vil ha størst effekt i de mest likvide markedene, som dollar/euro, siden den relative økningen vil være størst i disse markedene. Hvordan vil dette slå ut for de mindre markedene? Hvis transaksjonskostnader tidobles i dollar/euro, men «bare» femdobles i mindre markeder, vil de mindre markedene bli mer attraktive spekulasjonsobjekter enn tidligere. I de mindre markedene kan (destabiliserende) spekulanter få markedsrett og muligheter til prismanipulasjon, noe som er mindre sannsynlig i de større markedene. Destabiliserende spekulanter kan da skifte fokus

fra større markeder til mindre, med økt prisvariasjon som resultat.

Tobin-skatten er trolig ikke en medisin uten uheldige bivirkninger. Kanskje vil ny forskning foreslå bedre virkemidler?

5 KAN TOBIN-SKATTEN GJENNOMFØRES?

Teknologisk sett jobber tiden for en Tobin-skatt. Da Tobin først kom med sitt forslag var det nok umulig å gjennomføre, men spredning av elektroniske handlesystemer etter 1992 har i det minste gjort at innsamlingen er praktisk mulig. I dag utføres nesten all handel mellom banker via elektroniske handlesystemer. Det finnes to handlesystemer, eid av selskapene Reuters og Electronic Broker Services (EBS). På samme måte som Reuters og EBS krever en betaling pr. transaksjon gjennom deres nettverk, kan Tobin-skatten bli krevd inn via disse nettverkene. En annen mulighet, foreslått av Schmidt (1999), er å la den nye internasjonale oppgjørsbanken Continuous Linked Settlement (CLS) ta seg av innkrevingen. Dealerne kan naturligvis gå tilbake til å bruke telefon som tidligere, men de elektroniske systemene har så opplagte fordeler at dealerne mest sannsynlig vil fortsette å bruke dem. Skatteparadiser kan oppstå, men få banker er nok villig til å flytte sitt Londonbaserte trading-bord til Cayman Islands. Så langt virker det ikke som de høye husleiene i London bekymrer bankene. For øvrig kan skatteparadiser begrenses ved å kreve en straffeskatt for handel med disse.

Tobin (1996) har foreslått å skattelegge bare kundene for å ikke forstyrre dealerenes likviditetstilbud. Dette vil svekke argumentene fra forrige avsnitt, men ikke fullstendig etter som lavere kundevolumer også vil påvirke interbankmarkedet. Frankel (1996)¹³ har advart mot at en skatt i ytterste konsekvens kan sentralisere markedet og gjøre interbankmarkedet overflødig. Hvis tilbud av likviditet fra dealerne blir ulønnsomt, vil det tvinge fram en kunde-til-kunde struktur (a la mange aksjemarkeder) hvor kundene selv står for likviditeten. For å få tilstrekkelig likviditet må dette skje i et sentralisert marked. En mulighet er å åpne opp de elektroniske handlesystemene for kunder, noe EBS og Reuters faktisk vurderer i disse dager. Selv om aksjemarkeder ofte er organisert slik, er det usikkert hvor egnet dette er for valutamarkedet. Den

¹² Se Jacobsen (2002) for nærmere diskusjon.

¹³ Se Haq m.fl. (1996) for både Tobins og Frankels artikler.

nåværende todelte strukturen med et kunde-bank marked og et interbankmarked er tross alt resultatet av en utvikling i markedet selv, uten noen form for eksterne inngrep. Lyons (2002) argumenterer for at denne strukturen har vokst fram fordi bankene er bedre egnet til å håndtere kredittrisiko, og at et sentralisert kundemarked ikke i samme grad er egnet til dette. Siden beløpene er så store er denne type risiko viktigere i valutamarkedet enn i aksjemarkedet. Et sentralisert valutamarked er derfor ikke nødvendigvis et ønsket resultat selv om det kan være en gunstig struktur for andre finansmarkeder.

Det vi har sagt over omfatter spotmarkedet. Valutamarkedet er imidlertid mer enn spottransaksjoner. For eksempel vil en termintransaksjon med forfall om tre dager (spot har forfall om to dager) være et nært alternativ og må også skattlegges. Hva med opsjoner? Opsjoner er kontrakter som gir en rett til å kjøpe eller selge. Det er med andre ord ikke sikkert en transaksjon finner sted. Problemet er å skattlegge derivater uten å skape uheldige vridninger mellom de forskjellige instrumentene. Det største problemet kan imidlertid være at aktørene kan konstruere nye instrumenter for å omgå skatten. Myndighetene vil bli løpende etter, muligens uten å få inn så mye skatteinntekter. For eksempel kan en tenke seg at ved internasjonale oppkjøp så skjer det ingen valutatransaksjoner, i stedet bytter en bare aksjer. Vi vil tro at en kan få pasienten til å svelge medisinen, men ikke uten en viss motvilje!

6 OPPSUMMERING

Vi ønsker at du som leser skal sitte med tre hovedinntrykk fra denne artikkelen: (i) Det er ikke opplagt at pasienten (valutamarkedet) er syk; (ii) det er ikke opplagt at riktig diagnose er stilt dersom pasienten er syk, det vil si at tilstanden skyldes destabiliserende spekulasjon; og (iii), det er ikke opplagt at den foreslåtte medisinen, det vil si Tobin-skatten, vil ha den ønskede virkningen. Med så mye usikkerhet bør en trå forsiktig!

Hva bør myndighetene gjøre? Hvis det virkelig er behov for å regulere valutamarkedet så finnes det andre alternativer. Flere, se Haq m.fl. (1996), foreslår å regulere bankene. En kan også gjøre institusjonelle endringer i selve markedet, som en bl.a. har gjort på Oslo Børs og flere andre børser de senere år, for å bedre informasjonsflyten og dermed gjøre kursene mer korrekte. Disse virkemidlene vil

imidlertid ikke generere skatteinntekter. Dersom Tobin-skatten har uheldige effekter som mer enn oppveier inntektenes fordeler, bør man se seg om etter andre skattekilder.

REFERANSER:

- Allen, H.L. og M.P. Taylor (1990): «Charts, Noise and Fundamentals in the Foreign Exchange Market». *Economic Journal*, vol. 100.
- Bjønnes, G.H. og A.J. Isachsen (2004): *Globale penger*. Cappelen forlag.
- Bjønnes, G.H. og D. Rime (2005): «Dealer behaviour and trading systems in foreign exchange markets». *Journal of Financial Economics*, vol. 75.
- Bjønnes, G.H., D. Rime og H.O.Aa. Solheim (2005): «Liquidity provision in the overnight foreign exchange market». *Journal of International Money and Finance*, vol. 24.
- Cheung, Y.-W. and C.Y.-P. Wong (2000): «A Survey of Market Practitioners' Views on Exchange Rate Dynamics». *Journal of International Economics*, vol. 51.
- Cheung, Y.-W. and M.D. Chinn (2001): «Currency Traders and Exchange Rate Dynamics: A Survey of the U.S. Market». *Journal of International Money and Finance*, vol. 20.
- French, K. og R. Roll (1986): «Stock return variance: The arrival of information and the reaction of traders». *Journal of Financial Economics*, vol. 17.
- Haq, M. U., I. Kaul og I. Grunberg (red.) (1996): *The Tobin tax: Coping with financial volatility*. Oxford University Press.
- Jacobsen, D.H. (2002): *Virkningene av en transaksjonsskatt i valutamarkedet*. Hovedoppgave for cand.oecon-graden, Økonomisk institutt, Universitetet i Oslo.
- Krugman, P. (1989): *Exchange-Rate Instability*. The MIT Press.
- Love, R., C.A.E. Goodhart, M.Payne og D. Rime (2002): «Analysis of spreads in the dollar/euro and deutschemark/dollar foreign exchange markets». *Economic Policy*, vol. 35.
- Lyons, R.K. (2001): *The microstructure approach to exchange rates*. The MIT Press.
- Lyons, R.K. (2002): «The future of the foreign exchange market». *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*.
- O'Hara, M. (1995): *Market Microstructure Theory*. Blackwell Publishers.
- Sarno, L. og M.P. Taylor (2002): *Exchange Rate Economics*. Cambridge University Press.
- Schmidt, R. (1999): «A Feasible Foreign Exchange Transactions Tax». Arbeidsnotat, tilgjengelig fra <http://www.ATTAC.no>.
- Tobin, J. (1974): *The New Economics One Decade Older*. The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honour of Joseph Schumpeter. Princeton University Press.
- Tobin, J. (1978): «A proposal for international monetary reform». *Eastern Economic Journal*, vol. 4.



JØRUND K. NILSEN
Seniorrådgiver i ECON Analyse

Foran en regionreform

Vårens programarbeid i de politiske partiene, viser at det er flertall for en reform der fylkeskommunen nedlegges og erstattes av færre politisk styrte regioner med flere oppgaver enn i dag. Regjeringen tar nå sikte på at Stortinget våren 2007 skal kunne behandle en prinsippmelding om det norske styrings- og forvaltningssystemet. Vi kan stå foran en reform som vil ha svært store konsekvenser for forvaltningen. Dersom en så omfattende reform skal være hensiktsmessig og lykkes, kreves et bredt flertall i Stortinget og regioner med tydelige og mange nok oppgaver. Et mellomnivå uten reelle oppgaver og innflytelse er ingen tjent med.

En kommune- og regionreform vil være svært omfattende og berører stridstemaer om kommunenes og regionenes rolle og oppgaver, kommune- og fylkesinndelingen og maktforholdet mellom stat og kommunesektoren. Vi står foran en omfattende debatt som nå ser ut til å møte et beslutningspunkt: Neste stortingsperiode. Det neste Storting vil bl.a. ta stilling til det politiske mellomnivåets videre skjebne. Selv om flertallet har programfestet en regionreform, er utfallet usikkert. To hovedlinjer kan tenkes: Enten utvikles fylkeskommunen til å bli større geografiske enheter med flere oppgaver enn i dag, eller så nedlegges mellomnivået og kommunene og staten overtar de nåværende fylkeskommunale oppgaver (tonivåmodellen).

FYLKESKOMMUNENS ROLLE OG OPPGAVER OG REGIONINNDELINGEN ER UTREDET OG DEBATTERT I LANG TID

Siden midten av 1990-årene har fylkeskommunen vært gjenstand for utredning og politisk diskusjon. Fra 2002 ble ansvaret for spesialisthelsetjenesten overført fra fylkes-

kommunene til staten. Fylkeskommunens viktigste oppgaver i dag er videregående opplæring, fylkesveger og kollektivtransport. Distriktsfylkene har fått et styrket ansvar gjennom økte midler til regional utvikling.

Ulike regjeringer har med jevne mellomrom nedsatt offentlige utvalg som berører organiseringen av det politiske mellomnivået i forvaltningen. Viktige i den sammenheng er Oppgavefordelingsutvalget, Maktutredningen, Effektutvalget og nå senest Distriktskommisjonen.

Hovedinntrykket er at samtlige av de offentlige utredninger som er gjennomført i de senere år, med ulik tilnærming, argumenterer for et direkte valgt mellomnivå i forvaltningen. Begrunnelsen har i hovedtrekk vært at regionnivået representerer en viktig demokratisk verdi ved at direkte folkevalgte treffer beslutninger og gjør avveininger som krever skjønnutøvelse og samordning av oppgaver og politikk. Et mellomnivå i forvaltningen gjør det mulig å legge makt og beslutninger nærmest mulig de berørte og muliggjøre tilpasning av tjenester og fleksibel virkemiddelbruk i tråd

med lokale og regionale behov. Regionnivået vurderes som det lavest mulige effektive nivå for løsning av en rekke oppgaver og et viktig redskap for en mest mulig effektiv forvaltningsstruktur. Det pekes på at en nedleggelse av mellomnivået ville kreve store endringer i kommunestrukturen og omfattende interkommunalt samarbeid. I tillegg vil flere funksjoner måtte tillegges staten, noe som vil svekke den lokaldemokratiske styringen av oppgaver.

TIL NÅ ER KS REFORMFORSLAG MEST KONKRET

Regjeringen har til nå ikke tatt endelig stilling til regionsspørsmålet. En viktig grunn er nok at partiene har et ulikt syn på behovet for regioner. Høyre har programfestet nedleggelse av det politiske mellomnivået forvaltningen. Det synes å være KS som er mest konkrete i forhold til en regionreforms innhold og begrunnelse. KS har ment at nåværende fylkeskommuner har for få oppgaver og utviklingskraft til å kunne være et interessant og tydelig organ for innbyggerne, og for å kunne ivareta utviklingsrollen Stortinget mener nivået skal fylle.

KS landstyre vedtok i mars 2005 å arbeide for sterke folkestyrte regioner. Etter KS syn bør antall regioner kunne reduseres fra dagens 19 fylkeskommuner til 7-9 regioner, men forutsatt overføring av nåværende statlige oppgaver på en rekke områder. KS mener en regionreform bør tre i kraft fra 2010. I etterkant av vedtaket, har KS utarbeidet et strategidokument for reformen (*Sterkere regioner – tid for reform, KS 2005*). KS argumenterer for en hel eller delvis overføring av nåværende statlige og fylkeskommunale oppgaver innenfor bl.a. samferdsel, næringsutvikling, miljø- og kulturminnevern, forvaltning av naturressurser, kultur, høyere utdanning og forskning, videregående opplæring, spesialisthelsetjeneste og regional planlegging. En slik overføring vil berøre bl.a. fylkesmennenes, Statens vegvesens og Innovasjon Norges oppgaveområder. KS går ikke inn for overføring av kommunale oppgaver til regionene.

Etter KS syn må regionenes finansieres gjennom skatteinntekter og rammeoverføringer.

I sin begrunnelse for reformen peker KS på at reformen skal desentralisere, effektivisere, forenkle og samordne. KS mener:

- Reformen innebærer at oppgaver som i dag er statlige skal desentraliseres til regionene og dermed kunne styrke innbyggernes mulighet til demokratisk innflytelse på viktige samfunnsområder.

- Regionreformen skal gi en effektiv fordeling og tilpasning av viktige utviklingsoppgaver og velferdstjenester som krever tilpasning til regionale behov, og som krever et større befolkningsgrunnlag enn dagens og fremtidens kommuner vil ha.
- Reformen vil møte krav til funksjonalitet der fylkesgrensene i dag deler opp sammenhengende arbeidsmarked, bolig- og serviceregioner.
- Reformen vil forenkle fordi innbyggere, organisasjoner, næringsliv og kommuner som hovedprinsipp vil forholde seg til ett regionalt organ i stedet for dagens sammensatte statlige regionforvaltning.
- Reformen skal samordne fordi regionale oppgaver som bør ses i sammenheng samles i ett politisk organ.

KS har sett på mulige innsparingspotensialer ved en regionreform. For fylkekommunene er det anslått at det kan spares i størrelsesorden 500 til 600 millioner kroner i administrasjonsutgifter. I tillegg er det et moderat anslag på i størrelsesorden 300 millioner knyttet opp til fylkesmannsembetene som forventes å bli færre ved en reform. KS forventer at den dagens statlige regionale forvaltning i stor grad vil følge de nye regiongrensene.

LO og NHO støtter en reform som innebærer videre utvikling av et mellomnivå i forvaltningen. NHO påpeker i forordet til KS strategidokument, at utvikling av sterke, dynamiske regioner er en riktig hovedstrategi for å styrke den nasjonale evnen til innovasjon og nyskapning. LO påpeker i samme forord at det for å sikre velferden, sysselsettingen og styrke demokratiet er viktig med vekstkraftige regioner i alle deler av landet.

TONIVÅMODELLEN ER ALTERNATIVET - MEN OGSÅ DENNE MODELLEN HAR STORE KONSEKVENSER

Tonivåmodellen innebærer at fylkeskommunen nedlegges og at staten og kommunene ivaretar ansvaret for fylkeskommunenes oppgaver.

Det er flere argumenter for tonivåmodellen. For det første argumenteres det for at modellen forenkler og effektiviserer. Det argumenteres for at et land med 4,5 millioner ikke trenger tre forvaltningsnivåer. Fylkeskommunen ses på som et overflødig og fordyrende forvaltningsnivå, og en nedlegging mener man kan føre til mindre byråkrati og en enklere og mer oversiktlig forvaltning.

For det andre innvendes det at en regionreform vil innebære en sentralisering av distriktene - færre regioner kan virke til en konsentrasjon av makt og oppgaver til regionale sentre.

For det tredje argumenteres det med at en regionreform vil utfordre Norge som en enhetsstat og hensynet til nasjonale styring og et likeverdig tjenestetilbud.

For det fjerde argumenteres det for at en nedlegging av fylkeskommunen kan styrke kommunene som lokalpolitisk organ og representere en gevinst for demokratiet. Lokaldemokratiet synes å stå under press, og det er behov for å sikre lokaldemokratiet i kommunene, som er det organ befolkningen føler sterkest identitet og tilhørighet til.

Debatten om nedlegging av fylkeskommunen er også knyttet til et ønske om å avgrense politisk styring og å gi mer makt til individet gjennom bl.a. større innslag av markedsløsninger i offentlig sektor gjennom fritt brukervalg, fristilling og stykkprisfinansiering av tjenesteoppgaver. Gjennom markedsløsninger skal det stimuleres til valgfrihet og brukerdemokrati i tilknytning til tjenestene. Individet skal tilføres mer makt. I et slikt perspektiv kan behovet for fylkeskommunen som politisk prioriterende og tjenesteproduerende organ reduseres, men dette vil også gjelde kommunene.

FYLKESKOMMUNENS OPPGAVER MÅ IVARETAS AV STAT OG KOMMUNER

Dersom kommunene skal ivareta viktige deler av fylkeskommunens oppgaver, kan det kreve svært radikale endringer i kommunestrukturen. Et antall kommuner på for eksempel 90, kan legge grunnlag for robuste nok kommuner for flere fylkeskommunale oppgaver. Imidlertid ville en slik kommunestruktur nok ikke være funksjonell for å ivareta ansvaret for f.eks. kollektivtransporten som er kommuneoverskridende og videregående opplæring. Disse oppgavene er kompetansemessig og økonomisk krevende, de er grenseoverskridende og kan kreve et omfattende, (statlig pålagt) forpliktende og prosesskrevende kommunesamarbeid, selv ved en inndeling på 90 kommuner. Også regional planlegging krever et perspektiv over kommunegrensene.

Et alternativ til omfattende kommunesammenslutning, ville være å bryte med generalistkommuneprinsippet og innføre

differensiert oppgavefordeling der de større kommunene har ansvaret for viktige nåværende fylkeskommunale oppgaver. Men spørsmålet er om større kommuner er store nok til hensiktsmessig å ivareta oppgaver som spesialiserte linjer innefor videregående opplæring og kollektivtransport. I tillegg reiser et brudd på generalistkommuneprinsippet viktige demokratiske og styringsmessige spørsmål.

Et annet og kanskje enklere alternativ, er at staten overtar viktige fylkeskommunale oppgaver. Det kan for eksempel være naturlig å overføre fylkesvegene og kollektivtransporten til Statens vegvesens regionkontorer, som i dag allerede har et apparat og oppgaver knyttet til fylkesvegene. Når det gjelder videregående opplæring, kan det administrative ansvaret overføres enten til fylkesmennene som i dag har tilsynsoppgaver på området, eller til egne statlige driftsorganisasjoner. Begge alternativer vil innebære en utvidelse av den statlige forvaltningen. Ansvaret for kulturminneforvaltning og regional planlegging kan også tillegges fylkesmannsembetet. Ansvaret for næringsutvikling kan enten overføres Innovasjon Norges distriktskontorer eller fylkesmannen som i dag forvalter tilretteleggende utviklingsmidler knyttet til landbruk.

HVORFOR FØLGES IKKE FAGLIGE TILRÅDINGER OM REGIONER OPP POLITISK?

Til tross for relativt samstemte utredningsarbeider og støtte til regionnivået i Stortinget, har en styrking så langt synes å være et stykke unna. Det kan pekes på ulike forklaringer:

1. Debatten om mellomnivået utfordrer fagdepartementenes, Stortingets fagkomiteer, profesjonenes og interesseorganisasjonens innflytelse i samfunnet, og sektorenes behov for organisering ut fra eget fagområdes premisser og behov.
2. Debatten handler om og makt mellom staten og kommunalforvaltningen. I den sammenheng pekes det ofte på at Norge er en enhetsstat og at en omfattende regionalisering vil utfordre enhetsstaten og gi konsekvenser for likhet i tjenestetilbud og fordelingspolitikk.
3. Spørsmålet om regionnivået berører forholdet mellom kommunene og mellomnivået. Tradisjonelt har innføringen av en form for overkommune i forvaltningen vært et tabu. Man har tatt til orde for at kommunene er vårt viktigste demokratiske lokalnivå og at en styrking av regionnivået vil kunne svekke kommunene.

4. Kampen om regionnivået har vært knyttet til en rivalisering mellom byene og regionene. Byene er i seg selv regionale motorer og sterkere regioner kan oppfattes som en trussel.
5. Det har skjedd en omfattende oppbygging av den regionale stat, spesielt fylkesmannsembetet, som blant annet for å ivareta nasjonale interesser overfor kommuner og fylkeskommuner.
6. En regionreform vil innebære endringer i administrative grenser som er et svært kontroversielt tema.
7. Kommuneinndelingen er uavklart - regjering og storting har så langt ikke prioritert å se oppgavefordeling, kommunestørrelse og regioner i sammenheng.
8. Et samlet reorganiseringsgrep innebærer omfattende politiske omkostninger. Styrking av det regionale politiske nivået er ikke en vintersak, verken når det gjelder oppslutning til valg eller mediernes oppmerksomhet.

AVSLUTNING - ER EN REGIONREFORM SANNSYNLIG NÅ?

Dagens forvaltningsløsning vil endre seg. Status quo er ikke et alternativ. Fylkeskommunen har liten legitimitet og bør få avklart sin videre skjebne enten det innebærer en styrking av nivået - eller en nedleggelse. Gjentatte omkamper om makt, roller og oppgaver er ressurskrevende og tar oppmerksomheten bort fra politikeres og forvaltningens egentlige oppgave: tjenesteproduksjon og samfunnsutvikling.

Vi kan stå overfor en politisk situasjon som gir grunnlag for en regionreform. Viktigst er kanskje at det synes å være flertall i Stortinget for en reform. Ap, Sp, SV og Krf har programfestet en styrking av regionene. Nåværende regjering vil vurdere saken til tross for Høyres primære ønske om en tonivåmodell. Et annen viktig moment er at kommune-Norge står relativt samlet bak ønsket om en reform. KS, de fleste fylkeskommuner og kommuner tar til orde for endringer som også innebærer nye grenser. Saken har også viktige støttespillere i NHO og LO.

Men fortsatt gjenstår at regjering og Storting med fagdepartementer og fagkomiteer, virkelig vil og konkret overfører oppgaver og ressurser til et regionalt nivå. Dersom en så omfattende reform skal være hensiktsmessig og lykkes, kreves et bredt flertall i Stortinget og regioner med tydelige og mange nok oppgaver. Et mellomnivå uten reelle oppgaver og innflytelse er ingen tjent med.

Høgskolen i Østfold har ca. 4.000 studenter og 450 ansatte. Høgskolens avdelinger ligger i Halden, Sarpsborg og Fredrikstad, med fellesadministrasjon i Halden.

Avd. for samfunnsfag og fremmedspråk:

Ref.nr. 0523-25F/SF:

3 faste stillinger som Førsteamanuensis/ Førstelektor/ Høgskolelektor

I ØKONOMISKE FAG

Nærmere opplysninger ved avdelingsleder
Eva L. Björk, tlf. 69 21 52 06,
eva.l.bjork@hiof.no, eller studieleder
Theo Schewe, tlf. 69 21 52 46,
theo.schewe@hiof.no.

Søknadsfrist 15. juli 2005.

Søknad sendes til Høgskolen i Østfold,
Fellesadministrasjonen, Os allé 9,
1757 Halden.

Fullstendig annonsetekst i Norsk lysingsblad nr. 114 av 23.5.05 henholdsvis på høgskolens web-sider www.hiof.no

 Høgskolen i Østfold



www.hiof.no



LEO A. GRÜNFELD
Forsker ved NUPI, Senior vitenskaplig rådgiver i MENON

ULF I. SVERDRUP
Forsker ved ARENA, Senter for Europaforskning

Når penga veier tungt: Norsk økonomi og oppslutningen om EU-medlemskap*

I denne artikkelen ser vi på sammenhenger mellom utviklingen i norsk økonomi og holdninger til et norsk EU-medlemskap fra et tidsserieperspektiv, basert på månedlige observasjoner. I tidligere analyser av oppslutningen om medlemskap har man særlig vektlagt strukturelle faktorer som kun endres over lengre tid, slik som bosetning, yrke, inntekt i ulike befolkningsgrupper etc. Men meningsmålinger viser at oppslutningen om et EU-medlemskap svinger kraftig over kortere tidsintervaller. Vi viser at konjunkturelle svingninger i norsk økonomi, målt i form av arbeidsledighet og BNP-vekst, har stor betydning for svingningene i nordmenns holdninger til EU-medlemskap. I dårlige tider er nordmenn mer positive til et medlemskap, og arbeidsledigheten skal ikke endres mye før majoritetssynet skifter fra et standpunkt til et annet. Politiske faktorer forklarer i svært liten grad de mer kortsiktige svingningene i støtten til medlemskap. Økt mediaoppmerksomhet rettet mot dette temaet synes derimot å øke oppslutningen om et medlemskap.

1 INNLEDNING

Det er mer enn 30 år siden den første folkeavstemningen om norsk EU(EF)-medlemskap ble avholdt i 1972, men fortsatt er striden om medlemskap like høyaktuell. EU-saken er i dag en av de viktigste politiske stridsspørsmål i Norge, og utgjør en av de klareste konfliktlinjene i norsk politikk. Selv om enkelte politiske partier forsøker å legge lokk på EU-debatten - i frykt for nye politiske splittelser og opprivende interne konflikter - så finner andre partier

det av stor interesse å nettopp løfte frem EU-saken i høstens valg. Siden dette er en såvidt viktig sak i norsk politikk er det et stort behov for å forstå hva det er som styrer svingningene i nordmenns holdninger til EU-medlemskap, for svingningene har vist seg å være store.¹

I denne artikkelen analyserer vi hva det er som styrer nordmenns oppslutning om norsk EU-medlemskap over tid. Vi fokuserer særlig på hvordan oppslutningen om EU-

* Prosjektet er delfinansiert av NFR gjennom Europa-sipet ved NUPI.

¹ I forbindelse med Frankrikes og Nederlands nei til den nye EU-grunnloven i begynnelsen av juni 2005, viste en måling utført av Opinion om oppslutningen om norsk EU-medlemskap en endring på 17 prosentpoeng i favør av et nei fra en måned til en annen. Store svingninger i holdninger til EU-medlemskap ble også registrert i 1998 og 2000.

medlemskap fluktuerte i takt med svingninger i den norske økonomien. Analysen skiller seg ut fra en rekke tidligere studier på samme tema i det den anvender tidsserieanalyse på månedlige data for oppslutning om EU-medlemskap. I tillegg tar analysen hensyn til både økonomiske, politiske, og mediarelaterte forklaringsfaktorer.

Det foreligger et omfattende forskningsmateriale som kartlegger det norske folks holdninger til EU-medlemskap som en funksjon av ulike karakteristika som kjønn, alder, utdanningsnivå, bosted, inntekstnivå, jobb, partivalg etc. En lang rekke anerkjente valgforskere som Henry Valen (1973), Bernt Aardal (1995), Tor Bjørklund (1996), Jonathon Moses og Anders Todal Jensen (1998) og Todal Jenssen, Ringdal og Moses (2004) har bidratt til å utvikle et godt kunnskapsgrunnlag rundt denne problemstillingen. Todal Jenssen, Pesonen og Gilljam (1998) har gitt oss gode sammenligninger mellom de nordiske land. I takt med at EU har vokst og stadig flere land har hatt folkeavstemninger om EU medlemskap, har vi også fått mer systematisk komparativ europeisk forskning om hva som forklarer folkelig oppslutning i Europa (Se for eksempel, Franklin, Marsh og McLaren (1994), Gabel (1998), Szczerbiak og Taggart (2004) og Hobolt (2005)).

Mange av de analysene som foreligger i dag tar høyde for at økonomiske forhold har betydning for folks holdninger til EU medlemskap. Innen den litteraturen som gjerne omtales som «Economic voting litteraturen» pekes det gjerne på at økonomiske faktorer forklarer omlag 1/3 av variasjonen i velgeroppslutning i valg generelt (se Lewis-Beck og Paldam, 2000). I analysen av norske folkeavstemninger knyttet til EU, har man imidlertid ikke funnet at økonomiske forhold har spilt en fremtredende rolle. Todal Jenssen (1998) og Todal Jenssen, Ringdal og Moses (2004) viser i klartekst at norske holdninger til EU-medlemskap i 1994 først og fremst ble styrt av politiske betraktninger knyttet til selvråderett og demokratispørsmål, samt faktorer knyttet til bosted, yrke og alder. Ideologiske orienteringer og partitilhørighet hadde større forklaringskraft enn for eksempel spørsmål om klasse og yrke. De fant at økonomiske betraktninger i beste fall kan anses som den nest viktigste forklaringsfaktoren, og da er det ikke folks personlige økonomi som er styrende men

heller regionens eller landets økonomi.² Dette funnet bekrefter det generelle bildet vi får presentert gjennom «Economic voting» litteraturen, der sosiotropisk velgeratferd (vekt på samfunnets økonomi) fremstår som viktigere enn egotropisk velgeratferd (vekt på egen økonomi).

Ettersom nærmest alle studier av norsk velgeratferd og opinionsdannelse i tilknytning til EU-saken er basert på tverrsnittsdata fra en eller noen få spesifikke spørreundersøkelser, eller valgdata, blir det vanskelig å kartlegge hvordan befolkningens holdninger til EU-medlemskap utvikler seg over tid som følge av endringer i økonomien.

I denne analysen ser vi nærmere på hva som forklarer svingningene i nordmenns holdninger til norsk EU-medlemskap, der vi tar utgangspunkt i data hentet fra månedlige meningsmålinger over perioden 1989 til 2004. Vi spesifiserer en empirisk tidsseriemodell som tar høyde for både økonomiske, politiske, sikkerhetsrelaterte og media-tilknyttede forklaringsfaktorer. På denne måten dekker vår modell en stor andel av de årsakssammenhenger som gjerne trekkes frem når man skal forklare hvorfor nordmenn går i den ene eller andre retning med hensyn til fremtidig EU-medlemskap.

Det har lenge eksistert en form for «lenestolskunnskap» om forholdet mellom norsk økonomi og oppslutningen om EU-medlemskap. Både blant eksperter og mediekommentatorer har det vært vanlig å anta at det er få som ser gevinsten av å gå inn i EU når det er gode tider, mens langt flere gir støtte til et medlemskap i dårlige økonomiske tider. I denne artikkelen gir vi for første gang sterk empirisk støtte til denne antakelsen. Våre resultater viser at dersom arbeidsledigheten øker med ett prosentpoeng i Norge sammenlignet med ledighetsnivået i EU, så øker oppslutningen om EU-medlemskap med så mye som 6 prosentpoeng. Det samme kvalitative mønsteret finner vi dersom vi ser på forholdet mellom BNP-vekst og støtte til EU-medlemskap. Høy BNP-vekst i Norge relativt til EU gir lavere oppslutning om EU-medlemskap. Befolkningen i EU synes å følge et motsatt mønster. Støtten til videre integrasjon i EUs medlemsland er størst i økonomiske oppgangstider. Eichenberg og Dalton (1993, 2003), Gabel og Palmer (1995) og Gabel (1998) gir alle empirisk støtte til dette mønsteret. Følgelig står vi overfor en tydelig

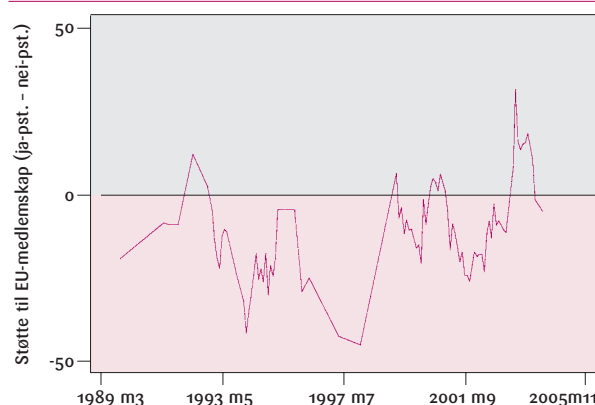
² Noen har imidlertid argumentert for at den politiske innflytelsen som noen av de store økonomiske sektorene i Norge utøver, spesielt landbruk, fisk og olje, var viktig for å forklare utfallet av den norske avstemningen i 1994 (Ingebrigtsen, 1998), men dette argumentet er ikke helt overbevisende (se for eksempel Todal Jenssen mfl., 2004).

«insider-outsider» historie, der støtten til det eksisterende regime, det være seg i Norge eller i EU, er sterkest når økonomien er god. Vi sliter med å finne noen klar sammenheng mellom inflasjon, rentenivå og oljepris på den ene siden og støtte til norsk EU-medlemskap. Heller ikke graden av økonomisk integrasjon med EU gjennom handel mellom Norge og EU slår ut som en signifikant forklaringsfaktor.

Våre politiske variable har generelt dårlig forklaringskraft, noe som er interessant i seg selv. Oppslutningen om nei-partier relativt til ja-partier forklarer ikke svingningene i oppslutningen om EU-medlemskap. Dette indikerer at svingninger i støtte til nei og ja-partier registrert gjennom månedlige meningsmålinger i stor grad knytter seg til andre politiske tema, eller eventuelt mer populistiske betraktninger av typen personavhengighet, partitabber eller mediafokus. Vi finner bare en svak og ofte insignifikant sammenheng mellom nordmenns oppslutning om EU-medlemskap og EU-borgernes støtte til videre integrasjon i EU. Her skulle man forvente en klarere sammenheng sett i lys av nordmennenes respons på franskmennenes og nederlenderenes nei til EU-grunnloven i 2005, og likeledes responsen på danskenes nei til Maastricht-traktaten i 1992, som slo ut i et kraftig hopp i nei-sidens oppslutning. I perioder der media retter mye fokus på EU-tema, synes oppslutningen om EU-medlemskap å ta seg opp. Sikkerhetspolitiske spenninger rundt om i verden synes ikke å påvirke nordmenns holdninger til EU-medlemskap i nevneverdig grad.

2 OPPSLUTNINGEN OM EU-MEDLEMSKAP OVER TID
I årene etter folkeavstemningen om EF-medlemskap i 1972, har det kun i kortere perioder vært flertall for medlemskap i befolkningen. Holdninger til et slikt medlemskap har vært kartlagt gjennom meningsmålinger med varierende hyppighet, gjennom valgdagsundersøkelser foretatt i forbindelse med Stortingsvalg og Kommune- og Fylkestingsvalg, samt gjennom Norges periodevise deltakelse i EU-barometeret som gjennomføres hvert halvår. I figur 1 beskrives utviklingen i støtten over tid målt som andelen respondenter som sier «ja» minus andelen som sier «nei». De som responderer med «vet ikke» er trukket fra, slik at summen av prosentandelen ja og nei aldri når 100%.³

Figur 1 Utviklingen i støtte til EU-medlemskap over tid.



Vi har valgt å fokusere på perioden 1989 til 2004 ettersom det ikke foreligger noen regelmessig kartleggingen før 1989. Figuren viser tydelig at nei-siden har hatt størst oppslutning i lange perioder. Ja-siden hadde stor oppslutning tidlig på 90-tallet, en periode med betydelige økonomiske vansker og høy arbeidsledighet. I perioden forut for og etter folkeavstemningen i 1994, var det et klart nei flertall. Videre hadde ja-siden majoritet i 1998 og 1999. Dette var i en periode da renten steg kraftig som følge av fastkurspolitikken, og det ble antatt at oppsvinget for ja-siden kom som en følge av nettopp denne renteøkningene. Rundt årtusenskiftet var også støtten til medlemskap relativt høy, og dette sammenfaller godt i tid med innføringen av Euroen samt den gradvise prosessen i retning av å utvide EU med 10 nye medlemsland. Etter 2002 har ja-siden hatt majoritet over en nokså lang periode, noe som for så vidt strider med våre hovedfunn der oppslutningen om EU-medlemskap først og fremst er sterk i lavkonjunkturer. Da denne perioden knapt kan kalles en lavkonjunktur synes oppslutningsmønsteret å ha tatt en ny vending, men uten at dette bidrar til å svekke våre statistiske hovedfunn i nevneverdig grad. EU-skeptikerne hadde høy oppslutning i perioden etter EU-valget i 1994, og da særlig rundt 1997 – en periode med lave renter, solid vekst og ikke minst høy reallønnsvekst. I perioden etter årtusenskiftet dabbet også støtten til EU-medlemskap av. Dette var en periode der det var omfattende usikkerhet på finansmarkedene (dot.com sprekk) og en relativt svak utvikling i EU med en stadig svakere Euro.

³ Dersom eksempelvis 60% sier nei, 25% sier ja og 15% sier vet ikke, vil vårt mål ta verdien -35.

Det kommer tydelig frem i figur 1 at oppslutningen om norsk EU-medlemskap har svingt kraftig over korte perioder. I juni 2000 viste meningsmålingene at ja-siden hadde et forsprang på 5%, men ikke mer enn fire måneder senere var dette snudd til et 13% forsprang for nei-siden. Tilsvarende kraftige svingninger finner vi også i annen halvdel av 2002, og fra 1997 til 1998. Den høye volatiliteten i oppslutning om medlemskap gir god grunn til å se nærmere på om holdninger i denne saken kan være påvirket av forhold i samfunnet som svinger betydelig over korte perioder. Ved å benytte relativt høyfrekvente tidsserier (primært månedsbaserte data) kan vi effektivt identifisere hvorvidt de kraftige svingningene i støtten til EU-medlemskap knytter seg til eksempelvis kortsiktige svingninger i økonomien.

Mange vil sikkert stille seg kritiske til en slik tilnærming ettersom det er naturlig å anta at folk ikke skifter holdning til dette spørsmålet fra måned til måned, men empirien viser at det nettopp er det en stor andel av den norske befolkningen gjør. Slike kortsiktige svingninger i opinionsdannelsen basert på betydelige endringer i økonomien er også konsistent med ett av hovedfunnene innen «Economic voting» litteraturen der det vises at folks meninger og velgeratferd gjerne baseres på betraktninger om den økonomiske tilstanden man sto overfor for kort tid siden (se f. eks Lewis-Beck og Paldam, 2000). Velgere og respondenter i spørreundersøkelser er med andre ord myopiske i sin atferd. I neste kapittel ser vi nærmere på samvariasjoner over tid. Deretter introduserer vi en enkel empirisk modell for å forklare hvorfor holdningene til norsk EU-medlemskap har endret seg så kraftig over tid.

3 EN MODELL FOR UTVIKLINGEN I NORDMENNENS HOLDNINGER TIL EU.

Vår analyse av utviklingen i nordmenns støtte til et EU-medlemskap tar utgangspunkt i en lang kjede av meningsmålinger over perioden 1989 til 2004. Slike meningsmålinger inneholder vanligvis informasjon om karakteristika ved respondenten, som alder, bosted, inntekt, politisk tilhørighet og lignende, men fordi utvalget av karakteristika varierer fra en spørreundersøkelse til en annen er vi forhindret fra å benytte denne formen for informasjon. Følgelig kan vi ikke foreta en analyse basert på et panel av respondenter. Et panel krever jo også at de samme respondentene spørres i flere perioder, noe man ikke gjør i disse spørreundersøkelsene. Vår analyse begrenses følgelig til en ren tidsserieanalyse.

Fra perioden før 1997 har vi benyttet opinionsundersøkelser i regi av meningsmålingsinstituttet Opinion, samt fra valgundersøkelser. Disse dataene er hentet fra Norsk samfunnsvitenskapelig datatjeneste (NSD). For perioden etter 1997 har vi benyttet data fra MMIs målinger. Vi har ikke korrigert for små variasjoner i ordlyd i spørsmålstillingen. Meningsmålingene er i utgangspunktet månedlige, men fordi man i perioder har viet EU-saken lite oppmerksomhet, finnes det i enkelte tidsintervaller ingen informasjon om oppslutningen om medlemskap. Dersom kun en eller to etterfølgende måneder mangler, har vi valgt å foreta en intrapolasjon ved hjelp av gjennomsnittstall, men i perioder der oppholdet er lenger, har vi valgt å ta periodene ut av analysen. Vi har ikke korrigert for at EU i denne perioden har utvidet sitt samarbeid til nye områder og at EU er blitt utvidet til nye medlemsland. Fordi EU er dynamisk er det derfor ulike typer EU de norske velgerne blir bedt om å ta stilling til. En annen studie viste at nordmenn ser positivt på en rekke aktuelle utviklingstrekk i EU, som for eksempel utvidelse til Øst, tettere samarbeid innenfor justis- og innvandringspolitikk etc (Hagen og Sverdrup, 2003).

Som nevnt i innledningen ønsker vi å rette fokus både mot økonomiske og politiske forhold som kan bidra til å forklare utviklingen støtten til EU-medlemskap. Ettersom vi har valgt å ta i bruk høyfrekvente data er det en rekke forhold som ikke lar seg kartlegge. Det sier seg selv at strukturelle endringer i samfunnet som sannsynligvis er viktige for å forklare folks holdninger, som for eksempel bosetningsmønster, endringer i næringsstruktur, inntektsutvikling i ulike befolkningsgrupper, samt mer langsiktige utviklingstrekk i offentlig politikk ikke lett lar seg integrere i en slik analyse slike variable endres tregt. Følgelig klarer vi liten grad å følge utviklingen i de strukturvariable som spiller en sentral rolle i tidligere analyser av holdninger til norsk EU-medlemskap. Ikke desto mindre klarer vår modell å forklare opp mot 60% av variasjonen i støtte til et norsk EU-medlemskap. Dette er en forholdsvis høy forklaringskraft sett i lys av at vi opererer med månedlige data.

Vi har valgt å estimere følgende regresjonsmodell for utviklingen i støtte til EU-medlemskap:

$$\begin{aligned} \text{Støtte}_t = & \alpha + \beta_1 U_{t-s} + \beta_2 \text{BNP}_{t-s} + \beta_3 P_{t-s} + \beta_4 \text{rente}_{t-s} \\ & + \beta_5 \text{EUhandel}_{t-s} + \beta_6 \text{valuta}_{t-s} + \beta_7 \text{oljep}_{t-s} \\ & + \lambda_1 \text{parti}_{t-s} + \lambda_2 \text{EUBorgere}_{t-s} \\ & + \kappa_1 \text{media}_{t-s} + \kappa_2 \text{konflikt}_{t-s} + \sum_i \delta_i D_{i,t-s} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

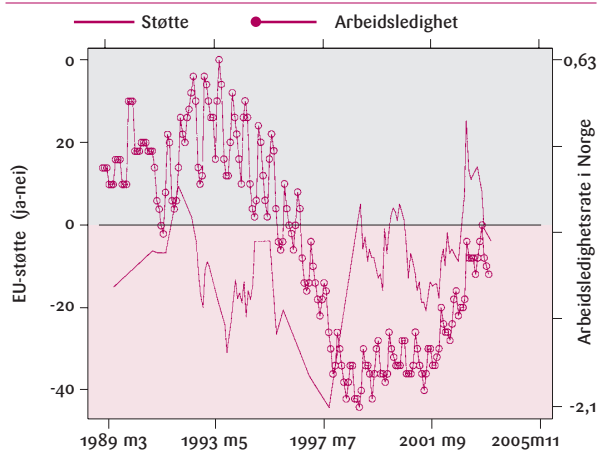
Vår avhengige variabel *Støtte* måler oppslutningen om et norsk EU-medlemskap på tidspunkt t på følgende måte:

$$Støtte_t = (Prosent\ Ja - Prosent\ Nei)_t / (Prosent\ Ja + Prosent\ Nei)_t$$

Vi foretar denne transformasjonen for å eliminere betydningen av respondenter som velger å svare «vet ikke».

Modellen tillater at de uavhengige variablene er lagget med s perioder. Når forklaringsvariablene inngår med lagget verdi løser vi noe av det problemet som knyttes til motsatt kausalitet. Samtidig er det rimelig å forvente at det tar noe tid før endringer i de uavhengige variablene påvirker holdningen til EU-medlemskap. I modelloppsettet har vi valgt å gruppere de uavhengige variablene i henhold til hva slags type størrelser de representerer. Variable med b -koeffisienter knytter seg til økonomiske forhold. Politiske variable har vi tilordnet l -koeffisienter, mens mediaoppmærksomhet og det sikkerhetsmessige konfliktnivået har k -koeffisienter.

Figur 2 Oppslutning om EU-medlemskap og nivået på arbeidsledigheten.



Variabelen U måler forskjellen i ledighetsrate mellom Norge og EU. Våre økonomiske variable er i all hovedsak målt relativt til EU.⁴ Dette gjør vi fordi vi antar at respondentene står overfor et hypotetisk valg mellom to regimer der forholdene i EU kan sies å representere ett av dem. Ved å bli medlem er det følgelig å forvente at økonomien utvikler seg mer på linje med EUs utvikling. Det skal dog

nevnes at regresjoner basert på modeller der vi kun anvender tall for Norge ikke gir signifikant forskjellige resultater. Med andre ord forventer vi at høyere ledighet i Norge relativt til EU vil øke støtten. Figur 2 viser en overraskende sterk samvariasjon over tid mellom støtten til EU-medlemskap og relativ arbeidsledighetsrate i Norges. I perioder med høy ledighet er støtten stor.

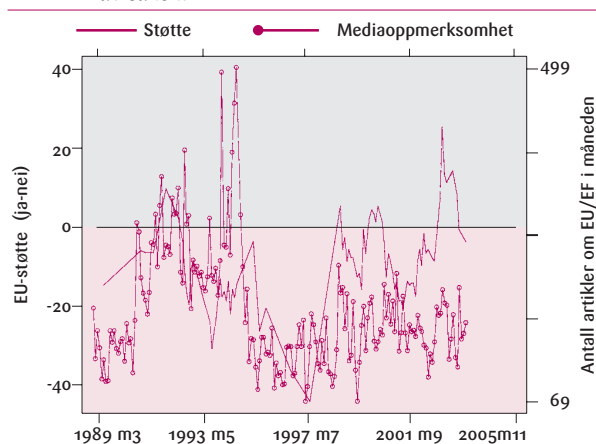
Variabelen BNP representerer BNP-veksten i Norge fra foregående år relativt til EU. Forskjellen i årlig prisvekst mellom Norge og EU er representert ved variabelen P . Man skulle forvente at høy inflasjon i Norge sammenlignet med EU gir økt oppslutning om EU-medlemskap. Variabelen $rente$ beskriver forskjellen i reell 3 måneders pengemarkedsrente mellom Norge og EU. Ettersom det vies betydelig oppmerksomhet mot å holde rentenivået i Norge lavt, forventer vi at også denne variabelen inngår med positivt fortegn. $EUhandel$ måler graden av økonomisk integrasjon med EU, i form av summen av eksport og import relativt til BNP.⁵ Det er rimelig å anta at dersom Norge i stadig større grad blir vevd sammen med EUs økonomi, så vil støtten til EU-medlemskap øke. På den annen side kan man også hevde at økt integrasjon kan frembringe preferanser for sterkere nasjonal politisk autonomi. Vi har valgt å inkludere ytterligere to økonomiske variable som i liten grad er blitt studert i denne sammenhengen for andre land. Variabelen $valuta$, målt ved den handelsveide valutakursen, og $oljep$ som representerer prisen på brent blend nordsjøolje kan ha relevans i denne sammenhengen ettersom valutakursen i den aktuelle perioden har svingt kraftig. Fordi norske eksportinntekter er påvirket av valutakursen er det mulig at valutakursen også påvirker oppslutningen om medlemskap. Ettersom norsk økonomi er sterkt avhengig av oljeinntektene, er det heller ikke urimelig å forvente at oljeprisen kan påvirke holdninger til EU-medlemskap.

Våre politiske variable omfatter $parti$ som måler oppslutningen om politiske partier som klart ytrer ønske om et EU-medlemskap (Høyre og Arbeiderpartiet) relativt til de partier som er motstandere (KrF, Senterpartiet, SV og Venstre). Man skulle forvente at høyere støtte til ja-partiene går hånd i hånd med økt oppslutning om EU-medlemskap. Dersom EUs egne borgere viser omfattende støtte til videre integrasjon i EU, er det rimelig å forvente at deres optimisme smitter over på nordmenns holdninger.

⁴ Registrert verdi i Norge minus registrert verdi i EU.

⁵ Vi kunne alternativt studere utviklingen i EUs andel av norsk handel med utlandet, men fordi det gjennom store deler av perioden har funnet sted en kraftig økning i handelen med asiatiske land, vil EUs andel av handelen fremstå som fallende, til tross for at omfanget av handelen med EU har økt.

Figur 3 Oppslutning om EU-medlemskap og medias dekning av saken.



Variabelen *EUborgere* anvender EU-barometerets kartlegging av holdninger til videre integrasjon internt i EU.

Media spiller en viktig rolle som formidler av informasjon om utviklingen i EU og den politiske debatten rundt et fremtidig EU-medlemskap. Nesten alle større aviser i Norge har inntatt en positiv holdning til et norsk EU-medlemskap. Følgelig skulle en forvente at perioder med mye mediafokus på EU-relaterte saker bidrar til økt oppslutning om EU-medlemskap. Høy oppmerksomhet mot en sak i media kan også være et uttrykk for at leserne legger vekt på dette tema. Vår variabel *media* baserer seg på en telling av antall artikler per måned i Aftenposten (Atekst arkiv) der begreper som knyttes til EU-EØS spørsmålet inngår.⁶ I figur 3 vises utviklingen i antall oppslag over tid. Her finner vi enkelte oppsiktsvekkende tendenser. Mediaoppmerksomheten lå på et lavt nivå frem til 1992 da diskusjonen rundt EØS-avtalen og fremtidig EU-medlemskap tok av. I denne perioden innførte også EU det indre marked og vedtok Maastrichtavtalen. I perioden før avstemningen i 1994 var oppmerksomheten naturligvis stor. Etter det norske nei falt naturlig nok oppmerksomheten kraftig, men det er noe overraskende å se at mediadekningen etter 1994 ikke har tatt seg opp igjen. Sett i lys av en rekke større reformer i og utvidelser av EU, samt det faktum at EØS-avtalen påvirker vårt samfunn langs en rekke dimensjoner, skulle en forvente mer oppmerksomhet fra media enn det som ble viet temaet før 1990. Men slik er det altså ikke.

Den siste variabelen som inngår i vår modell retter seg mot det globale spenningsnivået. Vi forventer at man i perioder med større usikkerhet skulle foretrekke et tettere politisk samarbeid med nabo- og medlemsland. For å uttrykke konflikt og spenningsnivå anvender vi 'Armed Conflict Database' utviklet av PRIO og Universitet i Uppsala (se Gleditsch, 2002; Eriksson mfl., 2003; Strand Wilhelmsen mfl., 2004). Vi har summert antallet væpnede konflikter i verden uten å ta hensyn til hva slags væpnede konflikter vi står overfor. Derimot har vi vektet konfliktene etter intensitetsnivå langs en skala fra 1 til 3, samt at vi har vektet konfliktene etter deres geografiske avstand til Norge. Konflikter i Europa er tildelt 10 vekter, Midtøsten har 5, Asia og Amerika er tildelt 3 vekter, mens konflikter i Afrika kun har 1 vekt.

Sist, men ikke minst, introduserer vi en rekke dummyer for å ta hensyn til spesifikke hendelser i løpet av analyseperioden. Vi innfører en dummy for måneder med Stortingsvalg - og Kommune og Fylkestingsvalg, en dummy for innføring av EØS-avtalen og en for EU-valget i 1994.

Økonomiske størrelser som arbeidsledighet, inflasjon, renter, valuta og oljepris rapporteres månedlig, så her møter vi få problemer i tilknytning til periodisering. Økonomisk vekst målt ved BNP rapporteres kun kvartalsvis, og her har vi valgt å tilordne alle de 3 månedene i et gitt kvartal det samme veksttallet. Problemer knyttet til periodisering er mer problematisk for de politiske variablene. Oppslutningen om ja- og nei-partier har vi månedlige data for, men utviklingen i EU-borgernes holdninger til videre integrasjon rapporteres bare hvert halvår, så her mister vi en god del potensiell variasjon i forklaringsfaktoren. Det samme gjelder vårt mål på globalt konfliktnivå, som tar utgangspunkt i en årlig database over konflikter, så her er vi tvunget til å anvende det samme konfliktnivået gjennom hele året. Vårt mål på mediaoppmerksomhet er derimot basert på månedlige data.

4 RESULTATER

I tabell 1 gjengir vi resultatene basert på en modell der bare de økonomiske variablene inngår. I modell 1A benytter vi standard minste kvadraters metode, der venstre og høyresidevariablene inngår for samme tidsperiode. I modell 1B gir vi de uavhengige variablene ett 3 måneders

⁶ Antallet artikler tilknyttet samme tema i andre aviser er sterkt korrelert med vårt mål.

Tabell 1 Resultater basert på en modell med kun økonomisk variabel.

	Modell 1A MKM		Modell 1B MKM med 3 måneders lag		Modell 1C AR(2)		Modell 1D AR(2)	
U	6.58	(2.16)***	5.17	(2.10)**	6.50	(2.13)***	6.82	(2.09)***
BNP	-3.64	(0.76)***	-1.47	(0.87)***	-1.72	(0.72)**	-1.79	(0.71)**
P	1.08	(2.50)	2.71	(1.87)	1.78	(3.15)	2.45	(3.30)
Rente	0.33	(0.34)	1.71	(0.64)**	0.17	(0.23)	0.22	(0.24)
EU handel	-4.32	(18.34)	17.54	(20.78)	6.09	(10.73)		
Valuta							0.91	(0.52)
Oljepris							-0.15	(0.24)
Konstant	25.78	(12.98)	-1.35	(13.71)	11.87	(12.71)	-68.24	(55.32)
Antall observasjoner	84		86		84		84	
F(4,79)	18.36		5.88					
Prob > F	0.00		0.0001					
Wald chiz					355.3		845.41	
Prob > chiz					0.00		0.00	
Log likelihood					-286.66		-284.82	
R-kvadrert	0.5088		0.28					
Root MSE	10.921		13.27					

Huber White heteroskedastisitetstestkonsistent standarfeil i parantes.

* = 10 % signifikansnivå, ** = 5 % signifikansnivå, *** = 1 % signifikansnivå

lag. Korrelogrammer og tester for autokorrelasjon i tidsseriene viser at det er et signifikant innslag av annenordens autokorrelasjon. Følgelig tar vi høyde for dette i modell 1C, som baseres på maximum likelihood estimering. Det er viktig å merke seg at det er resultatene i modell 1C vi legger størst vekt på ettersom autokorrelasjon er et signifikant problem i denne analysen. I Modell 1D anvender vi samme modell som i 1C, men her inkluderer vi valutakursen og oljeprisen for å teste om disse størrelsene har noen betydning for oppslutningen om EU-medlemskap.⁷ Av plassmessige hensyn har vi valgt å ikke rapportere resultatene for dummyvariablene.

Resultatene viser at relativ arbeidsledighet og BNP-vekst kommer ut med signifikante og forventede koeffisienter i alle modellene. Dersom arbeidsledighetsnivået i Norge

øker med ett prosentpoeng i forhold til nivået i EU, så øker oppslutningen om EU-medlemskap med 6 prosentenheter. Ved relativt høy BNP-vekst i Norge faller oppslutningen om medlemskap. De andre økonomiske variablene er stort sett ikke signifikante. Dette er interessant i seg selv. Det at inflasjon og rentenivå ikke synes å påvirke holdningen til EU-medlemskap strider både med tidligere funn i «Economic voting» litteraturen og det bildet man gjerne får presentert i media vedrørende virkninger av rentenivået. Økonomisk integrasjon med EU gjennom handel har heller ingen effekt på oppslutningen om medlemskap. Det er altså ikke slik at økonomisk integrasjon leder til politisk integrasjon i denne sammenheng. At oljeprisen ikke påvirker nordmenns holdninger til EU kan være et resultat av at fastlandsøkonomien i den senere tid har blitt stadig mindre sensitiv overfor svingninger i olje-

⁷ En utvidet Dicky-Fuller enhetsrot-test indikerer at vår avhengige variabel er integrert, men at det ikke er tegn til kointegrasjon i vårt datamateriale. Intuitivt er det ingen av våre uavhengige variable som inneholder en voksende trend over tid, kanskje med unntak av EU-handel.

Tabell 2 Resultater basert på en modell med kun politiske variable m.m.

	Modell 2A MKM		Modell 2B MKM med 3 måneders lag		Modell 2 C AR(2)	
Parti	-0.19	(0.16)	-0.36	(0.19)*	0.20	(0.13)
EU borgere	0.57	(0.21)***	1.30	(0.36)***	-0.32	(0.22)
Media	-0.01	(0.01)	-(0.02)	(0.02)	0.01	(0.01)
Konflikt	0.00	(0.01)	0.00	(0.01)	-0.01	(0.01)*
Constant	-31.32	(10.09)***	-61.41	(17.06)***	-2.50	(14.81)
Antall observasjoner	75		74		75	
F(4,79)	7.92		8.25			
Prob > F	0.00		0.00			
Wald chiz					1229.6	
Prob > chiz					0.00	
Log likelihood					-251.26	
R-kvadrert	0.3347		0.3897			
Root MSE	9.962		11.019			

Huber White heteroskedastisetskonsistent standarfeil i parentes.

* = 10 % signifikansnivå, ** = 5 % signifikansnivå, *** = 1 % signifikansnivå

prisen ettersom inntektene fra oljevirkosomheten i større grad kanaliseres ut av landet. Virkningen av å gå fra en regresjonsmodell med kontemporære verdier til en modell med 3 måneders lag er liten, men når vi kjører regresjoner med lengre etterslep, forsvinner de fleste signifikante resultatene. Dette kan indikere at respondentene først og fremst forholder seg til det som har skjedd i nær fortid.

I tabell 2 foretar vi en tilsvarende analyse som i tabell 1, men her fokuserer vi utelukkende på de politiske variablene, samt mediadekning og militært spenningsnivå. I modellene basert på minste kvadraters metode finner vi at oppslutningen internt i EU om ytterligere integrasjon er signifikant positiv, men når vi tar høyde for annenordens autokorrelasjon mister variabelen signifikans og endrer til og med fortegn. Generelt finner vi et lite signifikant og stabilt mønster med hensyn til virkningen av de politiske variablene. Det er særlig interessant å se at oppslutningen om ja og nei partier ikke synes å slå ut i støtten til EU-medlemskap. Dette indikerer at endringer i partiopplutningen stort sett drevet av andre saker og at folk ikke nød-

vendigvis er opptatt av å være konsistente med hensyn til holdning til EU-medlemskap og valg av parti. Videre finner vi ingen effekt av nivået på militært konfliktnivå. Men her vil vi presisere at våre tall er basert på årlige observasjoner, noe som kan påvirke signifikansnivået ettersom variasjonen i den uavhengige variabelen er sterkt begrenset. Bruk av 3 måneders lag har nok en gang liten betydning for resultatene.

I tabell 3 rapporterer vi resultatene fra modellen som inkluderer alle variablene. Som nevnt tidligere forklarer denne modellen opp mot 60% av variasjonen i tallmaterialet. Dersom vi ikke justerer for autokorrelasjon mister arbeidsledighetsnivået sin signifikans, mens BNP-veksten fortsatt inngår med forventet fortegn. I modell 3B er det relative arbeidsledighetsnivået igjen signifikant men med en noe mer moderat effekt på støtten til EU-medlemskap. I tillegg finner vi at variabelen for mediadekning kommer ut med en signifikant positiv virkning på oppslutningen om EU-medlemskap. De andre politiske variablene fremstår ikke som statistisk signifikante. Med andre ord er det

Tabell 3 Resultater fra modellen der alle typer variable inngår.

	Modell 3 A OLS		Modell 3 B AR(2)	
U	2.57	(2.01)	4.86	(1.97)**
BNP	-2.22	(0.82)**	-2.38	(0.87)***
P	2.02	(2.16)	-3.43	(2.84)
Rente	0.26	(0.45)	0.12	(0.32)
Parti	-0.10	(0.16)	0.10	(0.12)
EU borger	0.72	(0.19)***	-0.12	(0.22)
Media	0.02	(0.01)*	0.02	(0.01)*
Konflikt	-0.01	(0.01)	0.01	(0.01)
Konstant	-39.12	(11.63)***	-29.56	(14.24)**
Antall observasjoner	75		75	
F(4,79)	15.52			
Prob > F	0.00			
Wald chiz			645.47	
Prob > chiz			0.00	
Log likelihood			-240.31	
R-kvadrert	0.554			
Root MSE	8.4077			

Huber White heteroskedastisitettskonsistent standarfeil i parantes.

* = 10 % signifikansnivå, ** = 5 % signifikansnivå, *** = 1 % signifikansnivå

kun noen få av våre variable som viser en tydelig sammenheng med støtten til et norsk EU-medlemskap; arbeidsledighet, BNP-vekst og mediadekning.

5 AVSLUTNING

I denne artikkelen har vi vist at det er fullt mulig å studere utviklingen i støtte til norsk EU-medlemskap ved hjelp av tidsseriedata. Videre har vi vist at konjunkturelle svingninger i norsk økonomi har stor betydning for nordmenns holdninger til EU-medlemskap, da særlig arbeidsledighet og BNP-vekst fremstår som signifikante forklaringsfaktorer bak holdninger til norsk EU-medlemskap. Og noe overraskende finner vi at oppslutning om nei og ja-partier, samt EU-borgernes holdninger til videre integrasjon ikke har signifikant betydning for oppslutning om norsk EU-medlemskap.

I tidligere analyser av hva som forklarer oppslutningen om et fremtidig medlemskap har man særlig vektlagt strukturelle faktorer som kun endres over lengre tid, slik som bosetning, alderssammensetning, inntekt i ulike befolkningsgrupper etc. Fokus i disse studiene har også vært rettet mot valgresultater eller målinger opptatt i forbindelse med valg. Vår studie fungerer som et supplement til disse studiene. I denne analysen tar vi utgangspunkt i månedlige data fra meningsmålinger, og kan derfor ikke ta hensyn til de samme strukturfaktorer. Men ettersom holdningen til EU-medlemskap har vist seg å variere svært mye over kortere perioder, er det rimelig å anta at oppslutningen om et medlemskap ved et valg også styres av faktorer som fluktuierer over kortere tidsintervaller. Det er nettopp en slik analyse vi har foretatt i denne artikkelen. Studier har også vist at velgeres kunnskap om nettopp økonomiske forhold øker jo tettere man kommer til valg-

dagen, og at de også dermed vektlegges mer (Paldam og Nannestad, 2000).

Mange vil kanskje trekke den konklusjon at artikkelen viser at dersom man ønsker et norsk EU-medlemskap, så bør en avstemning holdes i en periode med norsk lavkonjunktur. Fra et ja-perspektiv vil det da være nødvendig å time et valg med en forutgående periode der det drives kontraktiv penge- og finanspolitikk. Tilsvarende bør motstanderne tilstrebe en så ekspansiv økonomisk politikk som overhode mulig. Man bør likevel utvise en betydelig aktsomhet når man trekker slike konklusjoner. I saker som ikke dominerer nyhetsbildet og som ikke er nær en umiddelbar beslutningssituasjon er meningsmålinger ofte mer labile. I tillegg er det jo en fare for at velgerne gjennomskuer slike politiske strategier.

REFERANSER:

Bjørklund, Tor (1996): «The Three Nordic Referenda Concerning Membership in the EU», *Cooperation and Conflict*, 31, (1), 11-36.

Eichenberg, R. C. og R. J. Dalton (1993): Europeans and the European Union: The Dynamics of Public Support for European Integration, *International Organization* 47, 507-534.

Eriksson, Mikael mfl. (2003): «Armed Conflict 1989-2002.» *Journal of Peace Research* 40 (5): 593-607.

Eichenberg, R. C. og R. J. Dalton (2003): Post-Maastricht Blues: The Welfare State and the Transformation of Citizen Support for European Integration, 1973-2002, Manuscript, Department of Political Science, Tufts University.

Franklin, M., Marsh, M. & McLaren, L. (1994): Uncorking the Bottle: Popular Opposition to European unification in the wake of Maastricht, *Journal of Common Market Studies*, 32 (4), 455-72.

Gabel, Matthew og Harvey Palmer (1995): Understanding Variation in Public Support for European Integration, *European Journal of Political Research* 27, (1) 3-19.

Gabel, Matthew (1998): Public Support for European Integration: An Empirical Test of Five Theories, *Journal of Politics* 60 (2), 333-354.

Gleditsch, Nils Petter mfl. (2002): «Armed Conflict 1946-2001: A New Dataset'.» *Journal of Peace Research* 39 (5): 615-637.

Hagen, Kåre og Ulf Sverdrup (2003): Isfrontene tiner i synet på norsk EU-medlemskap, *Horisont* 3: 12-27.

Hobolt, Sara Binzer (2005): «When Europe matters: The Impact of Political Information on Voting Behaviour in EU Referendums», *Journal of Elections, Public Opinion and Parties*, 15, (1), 85-109.

Ingebrigtsen, Christine (1998): *The Nordic States and European Unity*, Ithaca, NY, Cornell University Press.

Lewis-Beck, Michael S. og Martin Paldam (2000): Economic voting: an introduction, *Electoral Studies* 19: (2), 113-121.

Moses, Jonathon W. og Anders Todal Jensen (1998): Nordic Accession: An analysis of the Nordic EU-referendums, I Barry Eichengreen og Jerry Frieden (red.), *Forging an Integrated Europe*, University of Michigan Press, Ann Arbor.

Paldam, Martin og Peter Nannestad (2000): «What do voters know about the economy?: A study of Danish data» 1990-1993, *Electoral studies*, 19, (2), 363-391.

Strand, Håvard, Wilhelmsen mfl. (2004): *Armed Conflict Dataset Codebook*. Oslo, PRIO.

Szczerbiak, Aleks og Paul Taggart (2004): «Conclusion: Towards a Model of (European) Referendums» *West European Politics*, 27, (4), 749-777.

Todal Jensen, Anders mfl. (1998): *To Join or not to Join, Three Nordic Referendums on Membership in the European Union*, Scandinavian University Press, Oslo

Todal Jensen, Anders mfl. (2004): Bridging the Micro-Macro Gap, A multilevel approach to voter behavior in the Nordic European Union referendums, *Tidsskrift for Samfunnsforskning* 45 (2): 215-243.

Valen, Henry (1973): No to EEC, *Scandinavian Political Studies*, 8, 214-226.

Aardal, Bernt (1995): Ideologi på tvers, i A. Todal Jensen og Henry Valen (red.) Brussel midt i mot - *Folkeavstemningen om EU*, Oslo, Ad Notam.

Aardal, Bernt og Anders Todal Jenssen (1995): Opinionsutviklingen 1972-1994, i A. T. Jenssen and H. Valen (red.), Brussel midt imot - *Folkeavstemningen om EU*, Oslo, Ad Notam: 31-43.

ANNONSE

FLYTTEPLANER?

Vi vet ikke om våre abonnenter flytter mer enn andre, men det virker slik. Hver måned får vi tidsskrifter i retur fordi adressaten har flyttet. Spar oss for ekstra porto og deg selv for forsinkelser.

Meld flytting per telefon 22 31 79 90/telefaks 22 31 79 91,
e-post: sekretariatet@samfunnsokonomene.no eller skriv til oss.

Navn:

Ab.nr./medl.nr:

Ny adresse:

SAMFUNNSØKONOMENES FORENING Postboks 8872 Youngstorget • 0028 OSLO

Er du medlem av Samfunnsøkonomenes Forening,
vil vi gjerne ha din e-post adresse.

Send på e-post til:

nina.risasen@samfunnsokonomene.no

ABONNEMENT

ABONNEMENT LØPER TIL OPPSIGELSE FORELIGGER

Veiledning for bidragsyttere

1. Økonomisk Forum trykker artikler om aktuelle økonomfaglige emner, både av teoretisk og empirisk art. Temaet bør være av interesse for en bred leserkrets. Bidrag må ha en fremstillingsform som gjør innholdet tilgjengelig for økonomer uten spesialkompetanse på feltet.
2. Manuskripter deles inn i kategoriene artikkel, aktuell kommentar, debatt og bokanmeldelse. Bidrag i førstnevnte kategori sendes normalt til en ekstern fagkonsulent, i tillegg til vanlig redaksjonell behandling.
3. Manuskriptet sendes i elektronisk format til Samfunnsøkonomenes Forening, ved sekretariatet@samfunnsokonomene.no. Det kan også sendes direkte til en av redaktørene (se side 2). Det oppfordres til innsending av elektroniske manuskripter (fortrinnsvis i Word). Artikler bør ikke være lengre enn 20 A4-sider, dobbel linjeavstand, 12 pkt. skrift. Aktuelle kommentarer skal ikke overstige 12 sider av tilsvarende format. Debattinnlegg og bokanmeldelser bør normalt ikke være lengre enn 6 sider av samme format.
4. Artikler og aktuelle kommentarer skal ha en ingress på maks. 100 ord. Inngressen bør oppsummere artikkelens problemstilling og hovedkonklusjon.
5. Matematiske formler bør brukes i minst mulig grad. Unngå store, detaljerte tabeller.
6. Referanser skal ha samme form som i Norsk Økonomisk Tidsskrift. Veiledning for bidragsyttere for NØT, se www.samfunnsokonomene.no.

B-BLAD

Retur: Samfunnsøkonomenes Forening
PB. 8872 Youngstorget
0028 OSLO

