

Eierstyring og selskapsledelse

En oversikt over teori og empiri

Kristian H. Knudsen og Glenn Pettersen

Veileder: Professor Frøystein Gjesdal

Masterutredning i Økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Innhold

INNHold	3
FORORD	7
1. INNLEDNING	8
1.1 HVORFOR EIERSTYRING OG SELSKAPSLLEDELSE?	10
1.1.1 <i>Pensjonsfond, privat pensjonssparing og aksjefond</i>	11
1.1.2 <i>Krisen i Japan i 1995 og Asia-krisen 1997</i>	12
1.1.3 <i>Økonomisk utroskap, skandaler og svindel</i>	14
1.1.4 <i>Deregulering og integrering av kapitalmarkedene</i>	15
1.1.5 <i>Privatiseringsbølgen</i>	17
1.1.6 <i>Overtakelser og fusjoner</i>	19
1.2 UTREDNINGENS HOVEDMÅL	21
2. GENERELL TEORI	23
2.1 SEPARASJON AV EIERSKAP OG KONTROLL	24
2.2 KONTROLL OG OVERVÅKING	26
2.2.1 <i>Lover og reguleringer</i>	28
2.2.2 <i>Markedsløsninger</i>	29
2.2.3 <i>Selskapets interne retningslinjer og bestemmelser</i>	34
2.2.4 <i>Avgjørelser vedtatt på generalforsamling</i>	35
2.2.5 <i>Incentivsystemer for ansatte</i>	37
2.2.6 <i>Finansiell politikk</i>	39
2.2.7 <i>Informasjonsflyt</i>	41
3. DET OPTIMALE STYRET	44

3.1	STYRE TEORI	44
3.2	STYRETS OPPGAVER	47
3.3	INNSIDEEIERSKAP	49
3.4	UAVHENGIGHET OG INFORMASJONSTILGANG.....	51
3.5	BESLUTNINGSEVNE – DESIGN AV STYRE	56
3.5.1	<i>Størrelse</i>	57
3.5.2	<i>Demografi</i>	58
3.5.3	<i>Ansatte i styret</i>	62
	APPENDIKS – DISKUSJON OG FORKLARING AV NORSKE FUNN MED HENSYN PÅ STYRET.....	65
4.	TYPE EIER	72
4.1	DEBATTEN OFFENTLIG VERSUS PRIVAT OG NASJONALT VERSUS INTERNASJONALT EIERSKAP.	73
4.2	AKTIV VERSUS PASSIV EIERSKAP	75
4.3	EMPIRI MED HENSYN PÅ TYPE EIER	78
4.4	INTERNASJONALE INVESTORER VERSUS NASJONALE EIERE.....	81
4.5	OFFENTLIG EIERSKAP VERSUS PRIVAT EIERSKAP.....	84
4.5.1	<i>Blandet eierskap</i>	88
4.5.2	<i>Rolleblanding, pressgrupper og særinteresser</i>	89
5.	INNSIDEEIERE	92
5.1	LØNNSOMHET ER EN ØKENDE FUNKSJON AV GRADEN AV INNSIDEEIERE	93
5.2	LØNNSOMHET ER EN SYNKENDE FUNKSJON AV GRADEN AV INNSIDEEIERE	96
5.3	LØNNSOMHET EN IKKE-MONOTON FUNKSJON AV GRADEN AV INNSIDEEIERE	99
5.3.1	<i>Morck et al. og McConnell og Servaes metodikk med norske data</i>	104
5.4	GRADEN AV INNSIDEEIERE ER EN ØKENDE FUNKSJON AV LØNNSOMHET	107
5.5	INGEN SAMMENHENG MELLOM GRADEN AV INNSEIDEEIERSKAP OG LØNNSOMHET	111

6.	EIERKONSENTRASJON	116
6.1	FAKTORER SOM PÅVIRKER EIERKONSENTRASJONEN.....	116
6.1.1	<i>Selskapets verdimaksimerende størrelse.....</i>	<i>116</i>
6.1.2	<i>Potensialet for kontroll</i>	<i>117</i>
6.1.3	<i>Systematiske reguleringer og retningslinjer, samt lovgivning.....</i>	<i>118</i>
6.1.4	<i>Personlige interesser.....</i>	<i>119</i>
6.2	FORSKJELLER I EIERKONSENTRASJON.....	119
6.3	EMPIRI MED HENSYN PÅ EIERKONSENTRASJON.....	124
7.	KRITIKK AV EMPIRI OG FORSLAG TIL VIDERE FORSKNING	131
7.1	TYPE STUDIER.....	131
7.2	UNDERSØKELSENS KVALITET	132
7.3	DATAGRUNNLAG.....	134
7.4	MAKROØKONOMISKE, BRANSJESPESIFISKE OG SELSKAPSSPESIFISKE FORHOLD.....	136
7.5	ENDOGENITET OG KAUSALITET.....	138
7.6	MÅLTALL FOR LØNNSOMHET.....	143
7.6.1	<i>Regnskapsbaserte måltall</i>	<i>145</i>
7.6.2	<i>Markedsbaserte måltall.....</i>	<i>149</i>
7.6.3	<i>Hybrid versjoner</i>	<i>152</i>
7.7	VIDERE FORSKNING INNEN EIERSKAP OG LØNNSOMHET.....	155
7.7.1	<i>Utdannelse</i>	<i>155</i>
7.7.2	<i>Kontinuitet</i>	<i>155</i>
7.7.3	<i>Parallele styreverv.....</i>	<i>156</i>
7.7.4	<i>Avlønning.....</i>	<i>156</i>
7.7.5	<i>Etiske styremedlemmer.....</i>	<i>156</i>

7.7.6	<i>Overbevisning og personlige preferanser</i>	<i>157</i>
7.7.7	<i>Standardiserte regnskapsregler</i>	<i>157</i>
7.7.8	<i>Kjønn.....</i>	<i>157</i>
8.	OPPSUMMERING.....	159
	LITTERATURLISTE.....	163

Forord

Formålet med utredningen var å gi en systematisk innføring i teori og empiri relatert til *Eierstyring og selskapsledelse*. I denne sammenheng har det vært et mål at utredningen skal kunne fungere som et teoretisk norsk rammeverk for eierstyring og selskapsledelse i sammenheng med lønnsomhet. Vi har derfor gjennomgått og referert til over 190 publikasjoner. Disse publikasjonene er vitenskapelige artikler så vel som bøker, og er utgitt over et relativt bredt tidsrom. Dessuten har publikasjonene bakgrunn fra en rekke forskjellige land. Dette vil forhåpentligvis bidra til at leseren får en nyansert oppfatning av utvikling innen eierstyring og selskapsledelse fram til i dag, innen så vell generell teori som mer spesiell teori. Dermed kan utredningen fungere som et referanseverk, ved å være nyttig for videre fordypning innen emner relatert til eierstyring og selskapsledelse. Etter hva vi erfarer er det ikke tidligere foretatt tilsvarende gjennomgang i Norge tidligere.

Arbeidet med utredningen vil ikke bare kunne være nyttig for fremtidige lesere, men den har også gitt oss verdifull kunnskap og innsikt i hvordan forskningen ser på mekanismer for ES i sammenheng med lønnsomhet. Gjennomgang, bearbeiding og referering til teori har lært oss hvordan man skal arbeide målrettet og strukturert, når man arbeider med store mengder informasjon. Det har i denne sammenheng vært en utfordring å arbeide fram en god struktur. Vi mener likevel resultatet svarer til forventningene. I denne sammenheng vil rette en spesiell takk til vår veileder ved Norges Handelshøyskole, Professor Frøystein Gjesdal. God og grundig oppfølging, konstruktive tilbakemeldinger gjennom godt forberedte veiledningstimer, har medført at arbeidet med utredningen har vært meget lærerikt. Det er med bakgrunn i veiledning og grundig arbeid vi i dag føler vi kan stille oss fullt og helt bak det arbeidet vi har foretatt. Vi vil også gi en spesiell takk til Ann-Mari Løberg for nyttige innspill og korrekturlesing av utredningen. Til slutt vil vi også rette en takk til familie, venner, og ikke minst Line Van Rossum og Ann-Mari Løberg for den støtten og forståelsen vi har fått under arbeidet med utredningen. Det er ikke til å komme utenom at vi i perioder har måtte forsake våre nærmeste når vi har arbeidet med et omfattende arbeid, som det en masterutredning er.

Bergen, August 2006

Kristian Hartvedt Knudsen

Glenn Pettersen

1. Innledning

I denne utredningen vil vi ta for oss temaet Corporate Governance eller det man på norsk kan kalle *eierstyring og selskapsledelse*¹. Eierstyring og selskapsledelse er et relativt gammelt tema fra den gang selskaper første gang fikk profesjonell ledelse, og man fikk et skille mellom eierskap og kontroll. Dette ble blant annet diskutert av Adam Smith i hans bok ”The wealth of Nations” fra 1776. I nyere tid er eierstyring og selskapsledelse et interesseområde som har tiltrekt seg oppmerksomhet. Økt oppmerksomhet har oppstått så vel i forskningsmiljøet som i det offentlige. ES har utviklet seg til å bli et fagområdet som er essensielt innen god økonomisk foretningskikk, og viktig i selskapers vei mot lønnsomhet. Dermed er ES også viktig for å sikre økt velferd i samfunnet, i form av økt verdiskapning.

Flere forskere og institusjoner har gitt sine vurderinger og definisjonene av Eierstyring og Selskapsledelse (heretter ES). Definisjonene varierer en del ettersom begrepet er brukt som beskrivelse på flere økonomiske fenomener. Blant annet hevder Shleifer og Vishny [1997] at ES i hovedsak handler om hvordan ”leverandører” av kapital, sikrer seg for å få avkastning på sine investeringer. Det er ingen selvfølge at investorene (*eierstyring*) får igjen sine midler ettersom investorene ofte skiller seg fra sin kapital. Det vil si at de ikke tar de viktige beslutningene, men overlater dette til lederne (*selskapsledelse*) i de respektive organisasjonene. I denne sammenheng har Oslo Børs følgende forklaring på hva som kategoriserer ES:

”Corporate Governance dreier seg i stor grad om mekanismene i triangelet mellom eiere, styret og ledelsen i et selskap. I en noe videre forstand handler Corporate Governance også om forholdet til andre enn eiere så som ansatte, kreditorer, lokalsamfunn og andre som selskapene har sitt forhold til.”

(www.oslobors.no/ob/cg)

Denne definisjonen er bredere og mer omfattende enn den Shleifer og Vishny [1997] framlegger, og foruten å se på ES i fra et investorperspektiv, er Oslo Børs sin definisjon mer

¹ Vi velger heretter å bruke betegnelsen som Oslo Børs og andre store norske selskaper (ASA) benytter som betegnelse for Corporate Governance, nemlig Eierstyring og Selskapsledelse (ES)

samfunnsrettet. En samfunnsrettet oppfatning av ES, har også fått bredere støtte i USA. Fra cirka 1900 har USA vært den mektigste økonomiske stormakten i verden. USA har således vært et benchmark for andre land når det gjelder å forbedre seg innen blant annet ES. På tross av dette hevder Porter [1992] at dersom amerikanske selskaper skal være konkurransedyktige overfor selskaper i Japan og Tyskland må man øke involveringen av såkalte stakeholders. Stakeholders beskriver han som ansatte, kunder, leverandører, finansielle rådgivere og nærliggende omgivelser. I denne sammenheng hevder han at amerikanske myndigheter i større grad må oppfordre til langsiktig eierskap av ansatte, styrerepresentasjon av betydningsfulle kunder, leverandører, finansielle rådgivere, ansatte og representanter fra nærliggende omgivelser. Hovedargumentet er at ingen selskaper kan eksistere uten ansatte, kunder, leverandører og omgivelser, og dermed bør disse partene inkluderes i eierskap og kontroll. Tirole [2001] hevder også at det er viktig å internalisere de naturlige interessene i begrepet aksjonærverdi og ES. Det vil si inkludering av alle parter som kan berøres av selskapets aktiviteter. Foruten å ta hensyn til eiere og kreditorer må man også ta hensyn til interessenter som ansatte, leverandører og kunder. Tirole [2001 side 4] utvider derfor begrepet ES ved å definere det som;

"The design of institutions that induce or force management to internalize the welfare of stakeholders".

Som vi vil se senere i utredningen har det oppstått kritikk av denne brede måten å betrakte ES. Dette er gjerne et resultat av dårlig lønnsomhet og prestasjoner i japansk og tysk økonomi, og den påfølgende krisen i Asia i 1997 [Maher og Anderson 2000]. Enkelte har dermed også kommet til at det er vanskelig å gi en presis definisjon av ES. Mathiesen [2002] mener således at ES omfatter så mye at det er vanskelig å definere presist. Hans definisjon er at:

"Corporate governance is a field in economics that investigates how to secure/motivate efficient management of corporations by the use of incentive mechanisms, such as contracts, organizational designs and legislation. This is often limited to the question of improving financial performance, for example, how the corporate owners can secure/motivate that the corporate managers will deliver a competitive rate of return"

(www.encycogov.com/WhatIsGorpGov.asp, Mathiesen [2002].)

De forskjellige definisjonene spriker ikke mye. Forskjellen er gjerne at enkelte fokuserer på investorene, mens andre også inkluderer såkalte stakeholders i sine definisjoner. Generelt kan man dermed hevde at hovedbudskapet i definisjonene er at god ES skal sikre en ledelse som handler og tar hensyn til alle interessers beste, men da med særlig fokus på eiere.

Når ES favner over et relativt bredt spekter og defineres forskjellig, viser dette at temaet er aktuelt og er utsatt for debatt. Ikke bare er det fokusert på god ES innen landegrenser og regioner, men også i et mer globalt perspektiv. OECD er en organisasjon som fokuserer på ES i et globalt perspektiv. I 2004 publiserte de blant annet et sett med retningslinjer for ES i ”The OECD Principles of Corporate Governance”. Denne publikasjonen er ment som et benchmark for investorer, selskaper, politikere og andre interesser [OECD 2004]². Hovedmålet til OECD er å oppnå en harmonisering av regler fra forskjellige deler av verden for å gi tilnærmet like rammevilkår for interessene generelt og investorer spesielt.

Som vi til nå har vært inne på er ES et tema som har vært aktuelt i lang tid, men har først i senere tid fått økt fokus. Vi velger derfor i det neste avsnittet å ta vi for oss hva som har gjort ES til et populært tema de siste to tiårene, før vi etter hvert vil bevege oss inn på hva som er utredningens hovedmål.

1.1 Hvorfor eierstyring og selskapsledelse?

Hvorfor er ES et interessant, nyttig og ikke minst dagsaktuelt tema som det er verdt å fordype seg videre i? [Becht et al. 2002] identifiserer 6 grunner til hvorfor ES har en prominent stilling. Disse er: *i)* pensjonsfond, privat pensjonssparing og aksjefond, *ii)* Asia-krisen 1997 og krisen i Japan i 1995, og medførende fokus på nye markeder, *iii)* økonomisk utroskap, skandaler og svindler i blant annet USA og Norge, *iv)* deregulering og integrering av kapitalmarkedene *v)* privatiseringsbølgen de siste to tiårene, *vi)* bølgen av overtakelser på 80-tallet. Vi mener det er hensiktsmessig å benytte disse punktene som utgangspunkt, når vi nå i de påfølgende avsnittene vil ta for oss hvorfor ES har fått økende fokus.

² For eksempel tar Norges Bank utgangspunkt i disse internasjonale anerkjente prinsippene for god virksomhetsstyring når de forvalter pensjonsfondet. [<http://www.norges-bank.no/petroleumsfondet/eierskap/prinsipper.html>]

1.1.1 Pensjonsfond, privat pensjonssparing og aksjefond

I de siste årene har det vært en eksplosiv vekst i etablering av pensjonsfond, individuell pensjonssparing og aksjefond. Veksten har medført at denne sparegruppen har fått økt innflytelse i markedet, og har i dag stor påvirkning på utviklingen av ES [Becht et al. 2002]. Utfordringer innen ES har oppstått sammen med den økte veksten, ettersom individuelle sparere og pensjonsfond i liten grad involverer seg aktivt i styring og ledelse av selskaper. Dette har gjerne å gjøre med at kostnadene forbundet med overvåking og ledelse er større enn fordelene. Kostnadmessige avveininger fører da gjerne til at det er mest hensiktsmessig å være ”gratispassasjer”. Som gratispassasjer kan man nemlig uten anstrengelse dra nytte av ressurser og arbeidsmengde andre aksjeeiere og ledelse legger ned for videre verdiskapning i selskapet. Generelt antas det likevel at god ES relateres til aktiv deltakelse i styring av selskapet. Et problem i denne sammenheng er nettopp den økende andelen av institusjonelle investorer som er lite aktiv i ES, og som mer eller mindre bare ser på sine plasseringer som passive. I en slik situasjon kan man risikere at det oppstår selskaper med flertall av passive aktører på eiersiden, som utfører manglende kontroll av selskapets ledelse og aktiviteter. Den manglende kontrollen er gjerne en effekt av økende problem relatert til agent-principal problematikken. For eksempel når man som andelseier av et aksjefond, hvor aksjefondet igjen eier aksjer i et selskap som ledes av et lederteam, har man i realiteten en situasjon hvor en principal overvåker en agent, som overvåker en agent igjen. Da kan man risikere å få en eskalering av problemer med overvåking og kontroll. Dermed er en høy grad av direkte eierskap så å si umulig å gjennomføre, og fondene forholder seg derfor for det meste passiv. Den økende passiviteten er dermed et problem som på sikt kan forringe kontrollen, utførelsen og kvaliteten av ES i selskaper.

I senere tid har det oppstått nye utfordringer for pensjonsfond. Flere har med tiden vokst seg så store at deres plasseringer og innflytelse taler for mer eierstyring. Da blir spørsmålet om man skal ta aktiv del i selskapsledelse, eller om man fortsatt skal overlate til andre å bestemme elementer som strategi og styresammensetning³. I USA er det innført lover og

³ Knut N. Kjær, Direktør i Norges Bank Kapitalforvaltning som blant annet forvalter Statens Pensjonsfond- Utland (tidligere Statens Petroleumsfond), uttaler at det kan bli aktuelt å ta en mer aktiv eierrolle ettersom fondet etter hvert blir så stort at det trenger flere gode investeringsalternativer. I mangel på dette kan det bli aktuelt å øke sine investeringer i nåværende aktiva/selskaper og da er det naturlig med utøvelse av mer aktiv selskapsledelse. [Gjeste forelesning; Kapitalforvaltning, Norges Handelshøyskole, vår 2005]

reguleringer gjennom ERISA⁴, som pålegger pensjonsfond å stemme fornuftig og ansvarlig i generalforsamlinger i selskaper de har investert. Dette har medført at en ny type næring har oppstått. I dag tilbyr en rekke selskaper tjenester inne utøvelse av selskapsledelse, ved å gi forslag til anbefalt stemming i generalforsamlinger samt å utføre disse stemmene for klienter. Da er det i prinsippet ikke lenger pensjonsfondene som driver med selskapsledelse, men selskapet som tilbyr tjenestene. Vi kan kalle dem profesjonelle utøvere av eierskap. De største selskapene i denne sjangeren tilbyr tjenester på et globalt plan [Becht et al. 2002]. Denne tjenesten bringer fram flere interessante utfordringer som omfatter ES.

1.1.2 Krisen i Japan i 1995 og Asia-krisen 1997

Diverse finansielle kriser har de siste årene også medført økt fokus på betydningen av god ES. I løpet av 1995 gikk blant annet 13 finansielle institusjoner konkurs i Japan. Den manglende ES, gjennom begrenset åpenheten og stor usikkerheten i det japanske finansielle systemet, var en viktig årsak til dette, og har senere blitt kritisert av flere hold. Hanazaki og Horiuchi [2003] tar for seg krisen i Japan sett i et ES perspektiv. Deres kritikk går blant annet på at den praktiserende ES i Japanske banker medførte at bankenes portefølje av ”råtne” lån økte. Et banksystem som var preget av sterke relasjoner, gjorde det vanskelig for utenforstående å evaluere bankenes låneporteføljer. Den japanske staten gjorde heller ikke saken lettere ved å garantere for bankenes gjeld, samtidig som de på et tidlig tidspunkt innført reguleringer som medførte svekket konkurranse i markedet. Lav likviditet i bankenes aksjer som følge av krysseierskap var også en vesentlig hindring for markedet som kontrollmekanisme. Dermed var det få, om noen, kontrollmekanismer for dårlig ledelse av bankene på denne tiden. Corsetti, Pesenti og Roubini [1999] identifiserer også en rekke andre faktorer som teorien har beskrevet som sterkt påvirkende og avgjørende for krisen i finans- og banksektoren. Dette er faktorer som fraværende overvåking og svake reguleringer, manglende incentivkompatible og innskuddsbaserte forsikringsavtaler, manglende ekspertise i regulerende institusjoner, forvridde incentiver ved utvelgelse av prosjekter og overvåking av disse, fullstendig korrumpert praktisering ved utlån, ikke-eksisterende markedskriteria for kredittallokering, bankdrift bygget på relasjoner som fremhever semi-monopolistiske relasjoner mellom banker og selskaper, og bankenes

⁴ ERISA står for, Employment Retirement Income Security Act fra 1974

manglende hensyn til prissignaler. Alle disse faktorene resulterte i vesentlige svakheter ved den japanske finansielle sektoren og oppbyggingen av ”råtne” lån, noe som senere også var med på å eskalere den finansielle krisen.

Sammen med krisen i Japan i 1995, rettet også krisen i Øst-Asia i 1997 fokuset mot dårlig beskyttelse av investorer samt svak praktisering av ES i fremadstormende markeder. Etter denne perioden fikk man en ny forståelse av svakhetene med den industrielle organiseringen i Asia [Becht et al. 2002]. Svak ES har i så måte blitt beskrevet som en av årsakene til den finansielle krisen i Øst-Asia i 1997. Selv om svak ES gjerne ikke utløste selve krisen, kan svak praktisering av prinsipper for god ES ha medført forskjeller i sårbarhet blant landene. Studier viser nemlig at periodens og regionens svake ES kan ha medført en videre eskalering av den finansielle krisen [Mitton 2000]. I sine analyser finner Mitton [2000] at ES hadde en signifikant effekt på selskapers ytelse under krisen i Øst-Asia. Selskapene med best aksjeutvikling i perioden, hadde mer åpenhet, ble gjerne revidert av de store verdensomspennende regnskaps og revisjonsfirmaene, hadde lav grad av innsideeiere og var mer fokusert enn diversifisert. Mitton [2000] hevder resultatene i så måte er viktige ettersom de viser en sammenheng mellom emner innen ES og makroøkonomiske hendelser. Baek, Kang og Park [2004] fokuserer på Korea under krisen i Øst-Asia, og støtter Mitton [2000] sine funn om at allerede godt innarbeidede prinsipper for god ES er avgjørende for selskapers prestasjoner under den finansielle krisen.

Lemmon og Lins [2003] tar også for seg krisen i Øst-Asia i 1997. De undersøker om forskjeller i selskapers eierstruktur kan forklare forskjellene i selskapenes lønnsomhet og prestasjoner under den finansielle krisen. Data for eierskap i 800 selskaper fra Øst-Asia, viser at ledelsen gjerne effektivt kan kontrollere selskapet selv om de eier og kontrollerer en relativt lav andel av selskapets kontantstrømmer. I denne sammenheng finner de at kumulativ aksjeavkastning under krisen for selskaper med en ledelse som innehar stor grad av kontroll, men med separasjon mellom kontroll og kontantstrøm rettigheter, har en avkastning som er 10-20 % dårligere enn andre selskaper. Til sammenligning har separasjon av eierskap og kontroll ingen effekt på lønnsomheten når ledelsen har få muligheter til å utøve kontroll. Dermed indikerer deres studie at ledelseskontroll av selskapets eiendeler er nødvendig for å kunne ekspropriere selskapets ressurser. Ekspropriering er vanligere når man separerer eierskap og kontroll, og hyppigst ved nedgang og finansielle kriser. Likevel viser det seg at krisen ble mindre omfattende i land med bedre lover og reguleringer for beskyttelse av

minoriteter, og dermed færre muligheter til utbredt eksprioritering av minoritet i disse periodene. Dette vil vi ta for oss senere i punkt 2.2.1, som omhandler lover og reguleringer.

Resultatene vi har tatt for oss til nå har den siste tiden satt ES i fokus, men det skal også nevnes at krisen var en effekt av globale faktorer og en generell panikk i kapitalmarkedet. Likevel eskalerte krisen i regionen kraftig, og enkelte hevder at dette var et resultat av manglende tradisjoner for praktisering av god ES.

1.1.3 Økonomisk utroskap, skandaler og svindel

De siste årene har en rekke internasjonale skandaler skapt store medieoppslag. Blant annet ble det i kjølvannet av den største økonomiske konkursen i USA noensinne⁵, stilt en rekke spørsmål ved praktiseringen av prinsipper for regnskap, revisjon og ES. Man kan alltid spørre seg om det var regnskapsrapporteringen eller andre mekanismer for ES som var problemet, ettersom det tok relativ lang tid før tilstanden i selskapene kom for en dag. Likevel gav skandalene signaler om at noe burde foretas. Skandalene medførte således endringer av lover og reguleringer i form av et nytt sett med retningslinjer for god ES fra NYSE og NASDAQ⁶ [Holmstrom og Kaplan 2003]. Skandaler som dem vi har sett i USA kan også oppstå i Europa. Derfor har EU satt fokus på å handle preventivt. Enkelte hevder den beste måten å hindre tilsvarende skandaler i Europa, er reform av lover som omhandler krav til ES for selskaper og kapitalmarkeder [Hopt 2002]. Økonomisk utroskap og dårlig selskapsledelse skal til livs, og den økende debatten om reformer og reguleringer, har gjort ES dagsaktuelt. Det virker som om det er enighet om at økende fokus på god ES, er et steg i riktig retning for å forhindre fremtidig økonomisk utroskap, skandaler og svindler.

⁵ I slutten av 2001 gikk Enron Corporation konkurs, etter lang tid med manipulering og manglende kontroll av regnskapsrapporteringen. Enron Corporation drev med utstrakt manipulering av regnskapene, gjennom aktivt å skjule gjeld og overvurdere nye forretningsområder. I tiden som fulgte dukket det flere skandaler opp i velrenommerte selskaper som WorldCom, Tyco, Lucent, Xerox og Quest osv [Jensen 2005]. I Norge har blant regnskapsskandalene i Finance Credit AS og Sponsor Service AS kommet for en dag, og gitt videre incentiver for å designe gode rammevilkår som kan resultere i forbedret ES.

⁶ NYSE står for The New York Stock Exchange og NASDAQ står for National Association of Securities Dealers Automated Quotations og er en elektronisk børs i USA. Etter opprulling av skandalene ble den såkalte Sarbanes-Oxley Act innført i USA i 2002. Denne regnskapsreformen sikrer overvåking, regulering, inspisering og disiplinering av arbeidet foretatt av selskaper innen regnskap og revisjon. Reformen er dermed med på å sikre revisors uavhengighet, bedre ES gjennom økt åpenhet og beskyttelse av aksjonærer [<http://en.wikipedia.org/wiki/Sarbanes-oxley>].

1.1.4 Deregulering og integrering av kapitalmarkedene

Regler og prinsipper for ES har de siste årene vært en viktig brikke for å beskytte og tiltrekke investorer til nye fremadstormende markeder som Øst-Europa og Asia. Eierstyringsregler i utviklingsland har blant annet oppmuntret til videre privatisering og økt investering fra utenlandske investorer. Likevel er det er ikke bare i utviklingsland videre integrering av kapitalmarkedet har funnet sted. Innføring av den felles valutaen Euro og teknologisk utvikling har forenklet prosesser. Et resultat er friere flyt av kapital og mer integrerte kapitalmarkeder også i den vestlige verden [Becht et al. 2002]. I Skandinavia har man blant annet opprettet et samarbeid som forenkler handelen av finansielle produkter på tvers av landegrenser⁷, og de seneste årene har det vært debattert om opprettelse av en nordisk børs vil være hensiktsmessig. I disse dager er det dessuten blitt klart at NYSE vant kampen om det europeiske børselskapet Euronext⁸. Dermed er det første transatlantiske børselskapet et faktum. En interessant problemstilling i denne sammenheng er hvilken regnskapsstandard NYSE Euronext vil kreve at de noterte selskapene rapporterer etter. En mulighet vil være rapportering etter de internasjonale standardiserte og harmoniserte regnskapsreglene, IAS og IFRS⁹. Ved standardiserte regnskapsregler vil eiere, kreditorer, leverandører og andre interessenter lettere overvåke og kontrollere sine investeringer og tilgodehavende på tvers av landegrenser. Det viser seg dessuten også at det ikke bare er investorene men også selskaper som beveger seg inn på nye markeder. Blant annet gjennom notering på flere forskjellige børser. Notering på flere børser er gjerne et resultat av store, nylig privatiserte selskapers ønske om å hente inn mer kapital [Pangano, Randl, Röell og Zechner 2000]. Da møter selskaper nye utfordringer gjennom blant annet gjelds- og egenkapitalemisjoner hvor kravet til sammenlignbarhet er stort. I denne sammenheng er anerkjente regnskapsstander et nyttig

⁷ I 1997 gjennomførte Oslo Børs, Norsk Oppgjørssentral, OM Stockholm AB og The OMLX Exchange i London verdens første realtidssammenkobling av uavhengige børser og clearingshus. Dette samarbeidet er nå videreført mellom Oslo Børs, NOS, Stockholmsbørsen og EDX (London), og har videre forenklet handelen med finansielle produkter på tvers av landegrensene. [www.oslobors.no]

⁸ New York-børsen vant budrunden om det europeiske børselskapet Euronext som eier børsene i Paris, Amsterdam, Brussel og Lisboa. Det skal være inngått en avtale mellom partene hvor kjøpesummen oppgis til mer enn 60 milliarder NOK. Det nye selskapet får navnet NYSE Euronext, og over 4000 selskaper vil være notert hos den nye transatlantiske børs-giganten [imarkedet.no, 02.06.2006]

⁹ IFRS står for International Financial Reporting Standards, EU vedtok juni 2002 at alle børsnoterte selskaper i EU skulle avlegge konsernregnskap i henhold til internasjonale regnskapsstandarder. Dette betydde at alle børsnoterte selskaper i EU kunne avlegge IFRS regnskap i 2002. Fra 2005 ble det pliktig for alle børsnoterte selskaper i EU og avlegge IFRS-regnskap. Norge måtte følge EU på dette området, og i første omgang gjaldt reglene børsnoterte selskaper fra og med 2005. IAS står for International Accounting Standards. [www.kpmg.no]

verktøy for videre integrering, bedret ES og dermed også friere flyt av kapital. På tross av dette finner Pangano, et al [2000] ingen sammenheng mellom regnskapsregler og børsnotering i andre markeder enn hjemmemarkedet. Det viser seg at faktorer som aksjonærvern, effektivitet i rettsvern og byråkrati, likviditet, størrelse på marked, tilgang på kapital og at flere i samme bransje er notert på den aktuelle børsen, er viktigere enn kostnadene forbundet med å måtte tilpasse seg andre regnskapsprinsipper. Det skal nevnes at Pangano et al. [2000] foretar studiet fra tiden før diskusjonene om IAS og IFRS virkelig tok seg opp. Andre forskere hevder nemlig at IFRS er et redskap som kan brukes til å bedre lands aksjonærvern, og dermed også gjøre kapitalmarkedene mer tilgjengelig og attraktive for utenlandske investorer [Hope, Jin og Kang 2006]. Senere i utredningen vil vi komme tilbake til harmonisering av regnskapsstandarder i punkt 2.2.7 som omhandler informasjonsflyt.

Det er ikke bare kapitalmarkedet som helhet som har opplevd deregulering, men også enkelt bransjer. For eksempel har flyindustrien opplevd deregulering de siste to tiårene [Kole og Lehn 1997]. Således hevder Kole og Lehn [1997] at ledelsens rolle blir viktigere ved deregulering, samt kostnaden med å observere ledelsens prestasjoner. Blant annet medfører deregulering at selskapene nå påvirkes av ustabile omgivelser i motsetning til stabile, som var tilfelle under regulering. Dermed vil det være vanskeligere å observere ledelsens prestasjoner. Ved å øke viktigheten av ledelsen i organisasjonen og samtidig oppleve større vanskeligheter med å observere og kontrollere deres prestasjoner, medfører dette økte og endrede agentproblemer og ES i selskapet etter deregulering. Litteraturen hevder at flere mekanismer for ES forventes å endre seg, som blant annet eierstruktur, kompensasjon av ledelsen og sammensetningen og størrelsen på styrene [Kole og Lehn 1997]. ES har derfor fått økt fokus som følge av debatten etter deregulering av bransjer og de påfølgende endringer av mekanismer for ES.

For videre integrering er det viktig at stater og regioner lager rammevilkår som oppmuntrer til bedret ES. Klare rammebetingelser og prinsipper vil i denne sammenheng være med på å styrke effektiviteten og suksessen i videre deregulering og integrering av kapitalmarkedet. I så måte, som kommentert i innledningen av utredningen, arbeider OECD for at man skal få innarbeidet og anerkjent grunnleggende retningslinjer for ES. Mange interessenter knyttet til selskaper som opererer i et globalt marked vil kunne dra nytte av slike prinsipper. Generelt kan man si at et globalt investormiljø og eierspredning på flere forskjellige markeder, har

flyttet fokuset på prinsipper for ES til ikke bare å gjelde på et lokalt, men også internasjonalt og globalt plan¹⁰.

1.1.5 Privatiseringsbølgen

De siste 10-20 årene har en rekke deler av verden¹¹ gjennomgått privatisering av statlige selskaper, som igjen har gitt investorer tilgang til nye markeder. For Norges del gjelder dette blant annet markeder innen telekommunikasjon og energi. Det har således vært fokus på å introdusere privat eierskap i de statlige selskapene Televerket og Statoil. Ved å gjøre disse selskapene tilgjengelig i markedet håper man å dra nytte av de beste egenskapene ved markedsøkonomien. Målet er å innføre markedsfokusert styring og drift hvor fokuset er å være konkurransedyktig, effektiv og lønnsom. I denne sammenheng har det oppstått diskusjon om hvem som skal eie og kontrollere de nylig privatiserte selskapene, og hva som karakteriseres som god og rett ES. I dag eksisterer det mange forskjellige syn på hva som er god ES. Viktige spørsmål som taes opp i denne sammenheng er hvor mye statens eierandel skal være? Hvor stor eierandel ønskes det at enkeltinvestorer kan eie¹²? Hvor stor eierandel skal man tillate utenlandske aktører å eie? Hva er optimal privatisering av statlige interesser? Vil man gi slipp på råderetten og kontrollen av energiresurser ved å del-privatisere statlige energiselskaper? Kan staten som eier være både ”pisk og gulrot”, ved å styre etter markedsprinsipper og samtidig ta hensyn til særinteresser¹³? I denne sammenheng er det funnet bevis for at statens nye rolle som aksjeeier i privatiserte selskaper har vært et viktig bidrag for videre endringer i verdensomspennende praktisering av ES.

¹⁰ Som et resultat ble det innen utgangen av 2005 innført IFRS i ikke mindre enn 65 land gjeldene for alle børsnoterte selskaper. Dette inkluderer 28 fra EU og EEA. I USA oppstod det endringer i regnskapene til mer enn 400 selskaper, ettersom selskapene gjerne også var notert på børs i Europa. Deres regnskaper ble innen utgangen av 2005 endret fra den nasjonale standarden GAAP til den internasjonale standarden IFRS [Hope, Jin og Kang 2006].

¹¹ Latin-Amerika, Vest-Europa, Asia og tidligere Sovjetunionen [Becht et al, 2002].

¹² I Norge er det spesielle regler vedrørende eierskap. Blant annet kan ingen investor eie mer enn 10 % av en norsk bank eller forsikringsselskap. Investorer som kontrollerer 40 % av stemmeberettigede aksjer i børsnoterte selskaper må gi et tilbud til alle andre aksjonærer om å kjøpe av resterende aksjer. Aksjeeier som eier minst 90 % kan kjøpe ut minoriteteiere.

¹³ Staten som største eier i Hydro ASA opplevde dette problemet i Årdal våren 2006. Ledelsen i Hydro ASA gikk inn for å legge ned arbeidsplasser ved å flytte en foredlingsprosess ut av Norge. Dette medførte sterke reaksjoner fra den folkevalgte makteliten, som også representerer staten som eier. Samtidig med å drive selskapet påpekes det at staten som eier har et samfunnsansvar, og bør skape arbeidsplasser, ikke legge dem ned. Derfor har staten et dilemma når det gjelder å ta hensyn til særinteresser fra lokalsamfunn, ansatte osv, og samtidig argumentere og kommunisere at deres valg er samfunnsøkonomisk. Situasjonen i Årdal toppet seg med at temaet ble debattert i det Norske Stortinget, hvor enkelte krevde Hydro-sjefens avgang. [Verdens Gang. Februar .2006]

Dessuten har erfaringer fra privatiseringsprosessen i Øst-Europa de siste 10 årene vist at land med relativ dårlig praktisering av ES, tiltrekker seg lavere andel av utenlandske investorer enn land med god praktisering av ES. Dårlig ES er gjerne tilfelle i land med manglende rammevilkår, hvor markedskreftene ikke får fritt spillerom. Da vil ikke kapitalen havne dit den gjør mest nytte. Selv om fremtiden og utviklingen i enkelte land i Øst-Europa kan virke lovende er usikkerheten stor slik at investorer vegrer seg for å ta del i markedet. I denne sammenheng er det en rekke andre spørsmål, gjerne på grunn av at landene er i en tidlig overgangsfase fra planøkonomi til markedsøkonomi, som gjør seg gjeldene. Hvordan kan stat og styre legge til rette for god ES, slik at man tiltrekker seg investorer gjennom et aksjonærvennlig miljø? Hvordan privatisere? Hvilke lover og reguleringer trenger man for at både investor og stat skal kunne dra nytte av privatiseringsprosessen? Er det i så måte forskjeller mellom land som påvirker eierstruktur og hvilke mekanismer som bør benyttes? Disse og flere andre spørsmål har vært viktige i privatiseringsprosessen de siste to tiårene og det finnes fortsatt ikke noe entydig svar. Noen grunnleggende retningslinjer og prinsipper ser likevel ut til å utmerke seg¹⁴.

En privatiseringsprosess i Øst-Europa som i ettertid har fått mye oppmerksomhet, er privatiseringen av statlige selskaper¹⁵ i Russland. I Russland ble det foretatt hurtig masseprivatisering av statlige selskaper i håp om at privatiseringen raskt ville medføre sterkere fokus på lønnsomhet blant selskapene og større inntekter for myndighetene. Dette viste seg å være helt feilslått. Black, Kraakman og Tarrasova [2000] beskriver noe av forklaringen på den mislykkede privatiseringsprosessen. De hevder masseprivatisering vanligvis medfører berikelse av ledelse og eiere, dersom det ikke eksisterer infrastruktur som kan kontrollere og forhindre dette. Et eksempel på dette ser vi i dagens Russland hvor store statlige selskaper har blitt solgt til ”kjeltringer”. Det vil si støttespillere¹⁶ av Jeltsin og hans

¹⁴ Viktige egenskaper med land som er i en overgangsfase fra plan til marked er i utgangspunktet at landet har tradisjoner for å følge lover og reguleringer, legger til rette for godt lov og rettsvern for rettighetshavere og minoritetsiere, at landet viser til en stabil vekst (lav inflasjon) og at myndighetene oppfordrer til god ES. Ikke minst vil oppbyggingen av uavhengige finansielle institusjoner være essensielt for en vellykket privatisering. [Forelesning i Economics of transition. Prof. Dr. K. Schoors, Katholieke Universiteit Leuven.]

¹⁵ Dette var selskaper som Norilsk Nickel, Lukoil, Sibneft, Surgutneftegaz, Murmansk shipping, Yukos, RusAl osv.

¹⁶ Dette er personer som Berezovski, Gusinski, Khodorkovsky, Abramovitch osv.

makteelite som utnyttet privatiseringsprosessen til å skaffe seg store verdier for en relativ lav pris. Noen vil gjerne også hevde på bekostning av resten av landets befolkning. Privatiseringsprosessen i Russland var preget av nærmest hemmelige auksjoner, med relativt lite informasjon og opplysning distribuert til folket, samt korrupsjon. Auksjonene hvor statens eierandeler ble solgt inneholdt gjerne kun en eller to budgivere. Dermed overtok enten den ene part selskapet i sin helhet, eller det ble enighet om delt eierskap. Dette resulterte i at det ikke ble spredt eierskap, slik den russiske stat ønsket. Selskapene ble heller preget av sterk kontroll av enkelte investorer eller innsideeierskap av ledelse og ansatte. Russland sliter fortsatt med sin forestående privatisering av oljebransjen og oppstandelsen av dagens oligarker¹⁷. Den dag i dag prøver den russiske stat å kjøpe tilbake noen av selskapene som ble privatisert på slutten av 90-tallet, slik at Russland igjen kan dra nytte av de enorme energiressursene landet råder over. Effekten av privatiseringen kan sies å ha preget nyhetsbildet de siste årene, og eksemplene med totalt fraværende prinsipper for ES fra Russland og andre Østeuropeiske land, indikerer at en vellykket privatiseringsprosess gjerne karakteriseres av sterkt fokus på god ES fra stat og styre. Dessuten har den siste tids privatisering også vist viktigheten av et velfungerende aksjemarked som igjen har rettet fokuset mot beskyttelse av minoritetseiere, og dermed også ES [Becht et al. 2002].

1.1.6 Overtakelser og fusjoner

En rekke næringer har de siste 20 årene vært preget av overtakelser og fusjoner. Blant annet som følge av globalisering av markeder og teknologisk utvikling som har medført færre hindringer for flyten av varer og kapital¹⁸. Ikke alle overtakelser har vært inngått ved forhandlinger og gjensidig enighet, og fiendtlige overtakelser¹⁹ i USA på 80-tallet og i

¹⁷ Privatiseringsprosessen fra 1995-97 hadde blant annet sin bakgrunn i at Jeltsins ønske om å bli gjenvalgt juli 1996. Han trengte i denne sammenheng midler til å dekke lønns- og pensjonsforpliktelser staten hadde bygd opp. Store banker i Moskva tilbød seg å finansiere budsjettunderskuddene med lån til staten mot sikkerhet i aksjer i strategiske statlige selskaper. Den russiske stat klarte ikke å betjene lånene og aksjene som var holdt som sikkerhet ble auksjonert bort. Auksjonene var preget av hemmeligholdelse, og i realiteten møtte det gjerne bare en til to budgivere. Dermed ble selskapene solgt for en altfor lav pris, og dagens oligarker fikk sin oppstandelse. [Merlevede et al. 2004 – Russia from Bust to Boom: Oil, Politics or the Ruble]

¹⁸ I Europa skyldes dette blant annet den pågående utvidelsen av EU. Landegrenser er mindre betydningsfulle og man har sett en konsolidering og effektivisering i en rekke bransjer. Det er en utvikling som heller mot flere store globale selskaper. [Forelesning i Internasjonal Business Economics and Strategy, Prof. C.Altomonte, Katholieke Universiteit Leuven].

¹⁹ Fiendtlige overtakelser kjennetegnes gjerne ved at overtakelsen går mot ønskene til det overtatte selskapets ledelse og styre.

Europa på 90-tallet har på mange måter startet den offentlige debatten om ES. I forbindelse med fiendtlige overtakelser har man opplevd situasjoner med såkalt ”Greenmail²⁰”. ”Greenmail” oppstår i en situasjon hvor en stor andel av et selskaps aksjer holdes av en uønsket aktør. Dette kan resultere i at det opprinnelige selskapet kjøper tilbake sine egne aksjer fra den uønskete aktøren for å forhindre en eventuell overtakelse. For å forsikre seg om at en eventuell overtakelse ikke finner sted inneholder kjøpesummen gjerne en vesentlig premie. I slike situasjoner kan ”greenmail” sees på som en forsvarsmekanisme for å videreføre den opprinnelige drift og ledelse av selskapet. ”Greenmail” har således rettet fokus på situasjoner som omhandler eierstrukturen i sammenheng med ES.

Ofte er også situasjoner med overtakelser og fusjoner karakterisert av en relativ stor del nasjonalisme. I denne sammenheng relaterer dette seg til motstand mot å selge store nasjonale selskaper til internasjonale/globale selskaper²¹. Det er gjerne vanskelig å gi slipp på historiske, betydningsfulle og gode selskaper til utenlandske aktører. Det ser likevel ut som om nasjonalismen er blitt mindre betydningsfull, ettersom det i dag gjerne er mer integrering og avhengighet på tvers av landegrensler. Dette er gjerne en effekt av økt fokus på regionalisme og multilaterisme. Regionalisme og multilaterisme er en av grunnene til at vi for tiden ser framveksten av store globale holdingselskaper med datterselskaper i flere deler av verden. Et globalt marked har oppstått som en naturlig konsekvens av utvidelsen av EU, og nedbygging av handelsbarrierer gjennom WTO. Dette har også medført debatt, om blant annet reguleringer og overtakelser. Debatten har ført problemstillinger som omhandler ES til topps inne politikken, i så vel Norge, EU og på verdensbasis. Et resultat av dette er økende dekning i media og oppmerksomhet rundt problemstillinger knyttet til ES.

²⁰ ”Greenmail” omtales også som ”Bon Voyage Bonus” eller ”Goodbye Kiss”.

²¹ Lars Sørgard [2001] angriper problemstillinger med overtakelser og fusjoner fra et samfunnsøkonomisk perspektiv. Han viser til både fordeler og bakdelene forbundet med overtakelser hvor nasjonale selskaper overtaes av internasjonale selskaper. I denne sammenheng påpeker han blant annet at det virker som om oppkjøp og fusjoner, og ikke minst trusselen om slike beslutninger, spiller en viktig rolle i å disiplinere ledere.

1.2 Utredningens hovedmål

Til nå har vi sett på definisjoner av ES, og hendelser og faktorer som har ført ES i den prominente situasjonen den er i dag. Det er lett å se at utredningen omhandler et tema som er dagsaktuelt, noe vi også vil se senere når vi henviser til enkelte nylige hendelser. Disse har blant annet vært med å påvirke vårt hovedmål med utredningen. Samtidig finner vi det interessant å undersøke om empiri finner at enkelte mekanismer innen ES medfører verdiforringelse eller verdiøkning for aksjonærer og andre interessenter. Vårt hovedmål er derfor å se på hvordan ES påvirker selskapers lønnsomhet, og vår utredning er blant annet inspirert av det omfattende arbeidet Bøhren og Ødegaard ved BI har foretatt innen dette feltet. I løpet av utredningen vil vi benytte Bøhren og Ødegaards, samt andres forskningsresultater, sammenfatte og diskutere disse, gi forslag til videre forskning og til slutt oppsummere.

Utredningens hovedfokus er sammenhengen mellom; *i)* sammensetningen av styret og lønnsomhet, *ii)* type eier og lønnsomhet, *iii)* innsideeier og lønnsomhet og *iv)* eierkonsentrasjon og lønnsomhet.

- i)* Når vi tar for oss sammensetning av styret og lønnsomhet, ser vi på diverse egenskaper ved styret og dets effekt på lønnsomhet. Egenskaper ved styret kan være antall styremedlemmer, uavhengighet, demografi, heterogenitet, homogenitet, utdanning, erfaring, osv. Vi undersøker forskningsresultater og ser hvilke effekter man finner at disse egenskapene har på selskapers lønnsomhet.
- ii)* Når vi tar for oss type eier og lønnsomhet, vil dette være mer relatert til i hvilken grad eierskapet er preget av institusjonelle eiere, offentlige, private, familie og personlige og utenlandske. Her vil vi dermed ta for oss forskning og resultater vedrørende type eier og dets effekt på selskapers lønnsomhet.
- iii)* Når vi tar for oss innsideeier og lønnsomhet, vil dette relatere seg til aktiv eierkontroll kontra passiv eierkontroll. Det vil si om ledelsen som aksjeeier, og dermed innsideeier, resulterer i høyere lønnsomhet enn om eierskapet er preget av en utenforstående investor som overvåker ledelsen. Innsideeierskap relaterer seg dermed generelt til om eier utøver aktiv deltakelse i styringen av selskapet. Vi ser

dette i sammenheng med lønnsomhet, og undersøker hva tidligere forskning finner innen feltet.

- iv) Når vi tar for oss eierkonsentrasjon og lønnsomhet, vil generelt undersøke forskning relatert til hvordan spredningen av eierstrukturen er i selskaper. Det være seg om det er en stor eier, flere store eiere eller mange små eiere. Vi vil dermed ta for oss forskning og resultater vedrørende spredning i eierskapet og dets effekt på selskapers lønnsomhet.

Vi er innforstått med at det er noe uklare skillelinjer for hva som hører under hver kategori, men vi mener å kunne skille forskningen fra hverandre. Noe forskning vil selvfølgelig kunne representeres under flere av emnene i utredningen. Dette løser vi med kryssreferanser. Det er likevel meningen at de kommende kapitlene skal kunne stå på "egne ben". Først vil vi nå i kapittel 2, *Generell teori* beskrive et bredere teorigrunnlag. Dette kapitlet er avgrenset og skal fungere som et teorigrunnlag før vi i de kommende kapitlene beveger oss inn på hovedfokuset i utredningen. I kapittel 3, *Det optimale styret*, tar vi grundigere for oss styrelitteratur i sammenheng med lønnsomhet. Det samme vil vi foreta oss i kapitel 4, 5 og 6, hvor vi henholdsvis vil se på *Type eier* (kapittel 4), *Innsideeiere* (kapittel 5) og *Eierkonsentrasjon* (kapittel 6) i sammenheng med lønnsomhet. I kapittel 7, *Kritikk av empiri og forslag til videre forskning*, ta for oss kritiske aspekter ved empirien, og kommer med noen forslag til videre forskning innen ES. Som en avrundning oppsummerer vi de viktigste elementene vi har vært igjennom i utredningen i kapittel 8, *Oppsummering*. Derimot vil vi nå først ta for oss generell teori innen ES.

2. Generell teori

En vanlig måte å beskrive et selskap på, er å se på det som et sett med muntlige og skriftlige kontrakter Coase [1937]. Selskapet er da et team, hvor alle produksjonsfaktorene²² har kontrakter som er motivert av ens egen velferd. Den rasjonelle arbeider eller leder forstår at teamets overlevelse avhenger av teamets samarbeid og prestasjoner. Med andre ord er det nyttemaksimerende for den enkelte å handle slik at teamet opptrer optimalt og overlever i konkurranse med andre team [Alchian og Demsetz, 1972] og [Jensen og Meckling, 1976]. I en slik sammenheng er det vanlig å observere at eierne separerer seg fra sin kapital og delegerer beslutningsmyndighet over kapitalen til andre med den nødvendige kunnskapen. Da vil eieren av kapitalen og leder av selskapet, som får disponere den, signere en kontrakt som spesifiserer en rekke rammevilkår. Rammevilkårene kan sees på som et sett med spilleregler som blant annet dreier seg om hvordan kapitalen skal disponeres, hvilke mål og avkastning som forventes, og hvordan en eventuell avkastning skal fordeles mellom eier og leder [Fama og Jensen, 1983]. Målsetningen med kontraktene er å oppnå mest mulig samsvar mellom leder, eiers og organisasjonens velferd. Ved komplett samsvar vil alle parter arbeide i samme retning for å oppnå et felles mål. I en slik situasjon er det ideelt for partene å signere kontrakter ex ante på alle mulig tenkelige scenarioer der det spesifiseres hvilke grep og handlinger som skal foretas i de aktuelle scenarioene. Det er sådan et problem at fremtidig hendelser og utfall er umulig å forutsi, og det blir da utenkelig å kunne inngå fullstendige kontrakter hvor man dekker alle mulige utfall. Dette problemet medfører at leder og eier må fordele beslutningsmyndighet. For eksempel kan dette gjelde hvem som skal ta beslutningene i situasjoner som det ikke er mulig å inkludere i kontraktene [Grossman og Hart 1986] og [Hart og Moore 1990]. Likevel må man spesifisere kontraktene tilstrekkelig slik at de kan anvendes ved en eventuell rettstvist. Man må da finne en balanse mellom detaljstyring og frihet i ledelse. Dersom man detaljstyrer for mye gjennom et sett av kontrakter, kan man oppleve at organisasjonene blir ineffektive og lite fleksibel.

I prinsippet kan likevel eierne beholde all kontroll i forhold til beslutningssituasjoner. Hver gang det oppstår en situasjon som ikke er spesifisert i inngått kontrakt, vil det være mulig for eierne selv å ta beslutningen. I den virkelige verden finner vi slike situasjoner sjelden. Eier er

²² Produksjonsfaktorer er her arbeidere, ledere og kapital.

gjærne ikke kvalifisert eller har for dårlig informasjonsgrunnlag til å ta beslutninger på lederplan i selskaper. Som en konsekvens ender lederen opp med mye av beslutningsmyndigheten [Shleifer og Vishny 1997].

2.1 Separasjon av eierskap og kontroll

To av de første til å utføre forskning innen ES var A. Berle og G. Means som tok opp problemet med lederinteresser og eierinteresser. Deres arbeid i boken "The Modern Corporation and Private Property" [1932], omhandler blant annet problemet med deling av eierskap og kontroll. Berle og Means [1932] viser således for det første at eierskapet i store amerikanske selskaper typisk var spredd over mange individer. For det andre fant de at eierskapet gjerne var spredd slik at kontroll gjennom stemmeberettigede aksjer var tilnærmet umulig, ettersom hoveddelen av eierne holdt en relativt lav andel. Når eierskapet er spredd over mange individer er det kostnader forbundet med at hver enkelt foretar kontroll av ledelsen. Da er det mer effektivt å delegere kontrollen til andre [Berle og Means, 1932] og [Fama og Jensen 1983]. Berle og Means hevder at det da er andre typer enn eierkontroll som er dominerende. Dersom selskapet inneholder mange små eiere og eierskapet er spredd, er det gjerne ledelsen som har kontrollen over selskapet. Dette kan medføre problemer og Berle og Means argumenterer for at ledelseskontrollerte selskaper gjerne avviker fra profittmaksimering, ettersom leders interesser ikke alltid samsvarer med eiers interesser.

Jensen og Meckling [1976] definerer Principal - Agent relasjon, som et kontraktforhold hvor en eller flere personer (principalen) ansetter en person (agent) for å utføre oppgaver på principalens vegne, og hvor det er overført en viss grad av beslutningsmyndighet fra principal til agent. Når man trenger agenter til å styre slik principalen ønsker, vil man få agentkostnader²³. Slike kostnader inkluderer kostnaden ved strukturering, overvåkning og implementering av kontrakter mellom principal og agent. Principal – Agent problemet oppstår fordi kontrakter ikke kan bli skrevet eller overholdt uten kostnader [Fama og Jensen 1983]. Dette skyldes i hovedsak tre årsaker. For det første kan det oppstå informasjonsasymmetri ved at leder har mer informasjon enn eierne. For det andre kan man

²³ Jensen og Meckling [1976] definerer agentkostnader som summen av kostnadene ved overvåking, kostnadene forbundet med incentivordninger for å lede agenten mot ønsket handling og et residual ledd som dekker det faktum at det generelt er umulig å få agentens og principalens interesser til å samsvare helt.

risikere såkalte interessekonflikter. Ved interessekonflikter har eier og leder forskjellig oppfatning av hva som er det grunnleggende målet og hvordan dette skal nås. Sist men ikke minst kan agentkostnader oppstå som følge av usikkerhet og risikoaversjon. Eksempler på dette kan være ledere som har liten interesse for risikable prosjekter, som kan sette selskapets finansielle posisjon og deres egen posisjon i fare. Dette kan være tilfelle selv om eierne derimot er veldiversifiserte og villig til å ta fatt på risikoprosjekter. Det er ikke effektivt at selskapet i denne sammenheng diversifiserer for eierne når de vurderer risiko, ettersom hver enkelt investor selv kan diversifisere. I denne sammenheng er det ofte mindre kostnader forbundet med at hver enkelt eier forvalter sin kapital slik at den enkelte eier oppnår den ønskede risikoeksponeringen, enn at ledelsen diversifiserer driften slik at eierne også er diversifisert. De tre punktene vi har tatt for oss nå omhandler det litteraturen kaller moralsk hasard, hvor principalen vet lite om hvordan agenten opptrer og med hvilken innsats. Dette ble tidlig bemerket av Adam Smith da han skulle beskrive den nye økonomien i sin bok *The Wealth of Nations* [1776]:

"The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other peoples money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company"

Adam Smith, the *Wealth of Nations*, 1776, Cannan Edition

(Modern Library, New York, 1937) side 700

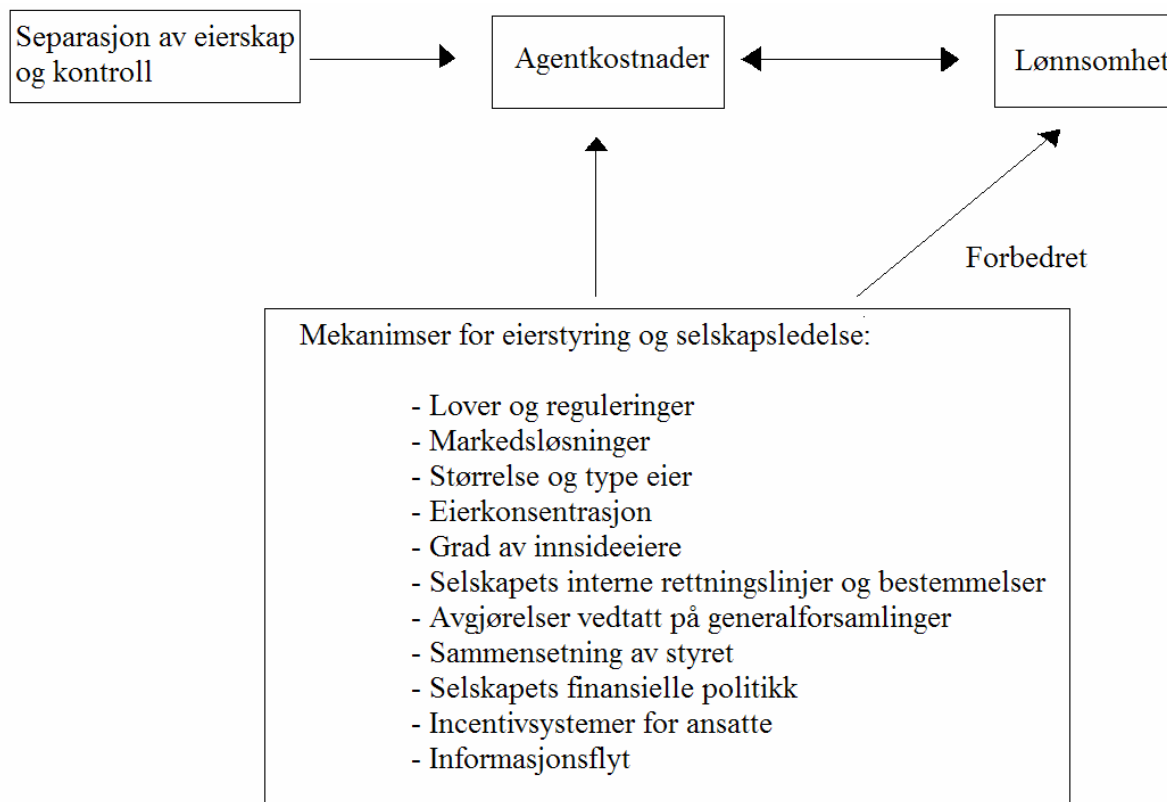
På tross av dette synspunktet kan det i komplekse organisasjoner være effektivt å delegere beslutningsmyndighet til ledere i hele organisasjonsstrukturen slik at man kan dra nytte av den unike kunnskapen hver leder innehar innen sitt område. Enkelte hevder til og med at fordelene med å separere beslutningsmyndighet fra de som bærer risikoen viser seg generelt å være større enn de kostnadene som oppstår som følge av separasjonen [Fama og Jensen, 1983]. Fama og Jensen [1983] tar for seg organisasjoner hvor ledelsen har en relativ lav andel av egen personlige formue investert i selskapet. De finner det interessant å se hvordan disse organisasjonene overlever når beslutninger tatt av ledelsen i liten grad påvirker ledelsen

selv. I denne situasjonene mener de måten organisasjoner allokerer beslutningsprosessene²⁴ er avgjørende for om organisasjonene overlever. Organisering av beslutningsprosessen kan variere, men generelt finner de at komplekse organisasjoner gjerne har separasjon mellom beslutningstaker og de som bærer risikoen ved beslutningene. Agentkostnader kan i denne situasjonen oppstå ved at både beslutningstaker og risikobærer er nyttemaksimerende og at det dermed er sannsynlig at den ene part ikke alltid handler til den andres beste. Økonomisk litteratur tar som regel utgangspunkt i at man som leder setter egen nytte over aksjonærenes og/eller samfunnets nytte [Fama 1980]. Denne ulikheten og dets resulterende agentkostnader kan variere i størrelse fra selskap til selskap. Agentkostnadenes størrelse avhenger blant annet av hvilke preferanser ledelsen har, hvor lett det er for ledelsen å sette egne preferanser foran selskapets, og hvor store kostnadene forbundet med incentiver og kontroll og overvåking er [Jensen og Meckling, 1976]. Det eksisterer en god del litteratur om hvordan ledere kan bruke sin beslutnings og kontrollrett til å tilegne seg selv goder [Jensen 1986]. Grossman and Hart [1988] beskriver disse godene som private fordeler ved kontroll. Vi har nå kort tatt for oss separasjon av eierskap og kontroll. I det kommende avsnittet ser vi nærmere på kontroll og overvåking, i sammenheng med ES.

2.2 Kontroll og overvåking

Teorier om ES fokuser på hvordan kontrakter kan settes opp og situasjoner kan løses mest mulig effektivt og problemfritt. Det viser seg nemlig at sentrale kontrakter er gjerne det som skiller organisasjoner fra hverandre, og som resulterer i at noen organisasjonsformer overlever mens andre går under [Fama og Jensen 1983]. Med utgangspunkt i figur 1 og teori, vil vi nå fordype oss i mekanismer forbundet med disse kontraktene og deres påvirkning på ES.

²⁴ De fire stegene i beslutningsprosessen er: diskusjon, beslutning, implementering og kontroll/overvåking



Figur 1: Mekanismer for Eierstyring og selskapsledelse²⁵

For å begrense agentkostnader er det i teorien identifisert en rekke mekanismer, det vil si verktøyer, for å minimere verdiskaden som blir skapt av konflikten mellom de forskjellige interessene i et selskap [Shleifer og Vishny, 1997] ; [Tirole, 2001] ; [Becht et al., 2002]. Mekanismene kan karakteriseres som enten interne eller eksterne og påvirker i stor grad beslutningssituasjoner i selskaper. En del forskning har sett på de mekanismene vi nå skal ta for oss, og hvordan disse påvirker hverandre [Agrawal og Knoeber, 1996]. Det virker i så måte klart at ingen mekanismer vil kunne ha en tilstrekkelig effekt alene til å optimalisere lønnsomhet ved å redusere agentkostnader. I denne sammenheng er interaksjon mellom mekanismene en mulighet som ikke kan ignoreres. På tross av dette, for å få en oversiktlig gjennomgang tar vi for oss hver og en mekanisme for seg. Vårt hovedfokus er på de mekanismene som vi tidligere har omtalt under utredningens hovedmål. Hovedmålet omfatter som sagt mekanismer som sammensetningen av styret, type eier, grad av innsideeiere og eierkonsentrasjon. I de førstkommende avsnittene har vi likevel valgt å ta for oss noen mer generelle mekanismer som påvirker agentkostnader, før vi etter hvert retter

²⁵ Denne figuren er en modifisert versjon av figur presentert av Bøhren og Ødegaard 2001b.

fokus mot de fire mekanismene vi har valgt å prioritere. For å gjøre gjennomgangen av mekanismene noe mer oversiktlig kan figur 1 om ”Mekanismer for Eierstyring og selskapsledelse” være nyttig å ha i tankene. Vi vil nå først ta for oss mekanismen som omhandler lover og reguleringer.

2.2.1 Lover og reguleringer

Hovedgrunnen til at investorer inngår kontrakter, hvor de opptrer som tilbyder av kapital, er at de får kontroll og rettigheter tilbake. Dersom ledelsen i selskapet bryter med betingelsen og rettighetene i kontrakten, har eierne av egenkapitalen rett til å prøve saken i en rettsal. Dette handler om aksjonærvern, hvor lover og reguleringer er essensielle. Aksjonærvernet på tvers av landegrenser er preget av forskjeller. Det meste av forskjellen ligger i hvordan rettsvesenet innfører, tolker og benytter lover og reguleringer i beskyttelsen av aksjonærer. Empirisk viser det seg at land med anglosaksisk rettsbeskyttelse (*common law*) har høyere beskyttelse enn land med fransk (*civil law*) rettstradisjon. Norsk rettstradisjon tilhører den skandinaviske, som er en blanding av Common Law og Civil Law. La Porta [1999] klassifiserer Norge som et land med god investorbeskyttelse, og det viser seg at Norge har høyere rettsbeskyttelse enn den gjennomsnittlige anglosaksiske stat²⁶. Lover og reguleringer gir dermed den enkelte aksjonær mer rettigheter, og man behøver ikke ha stor eierandel for å ha rettigheter og innflytelse. I motsatt fall, dersom lovbeskyttelsen er svak, utøver gjerne investor selv beskyttelse gjennom høyere eierdel. I så måte kan lovens beskyttelse og høy eierkonsentrasjon sees på som substitutter. Dessuten finner Klapper og Love [2002] at god praktisering av ES er viktigere for selskaper som opererer i land med manglende lover vedrørende ES, og utilstrekkelig praktisering av disse. Da vil selskapets egen praktisering av ES kunne veie opp for landenes manglende lover og reguleringer innen området.

En observasjon som er med på å indikere og forklarer kvaliteten på investorbeskyttelsen, er spredt eierskap [La Porta [1999]. I land som USA og Stor-Britannia observerer man god investorbeskyttelse og her finner man også flest selskaper med spredt eierskap [Bøhren 2005]. Begge landene er såkalt anglosaksiske, og har høyere grad av aksjonærvern²⁷.

²⁶ Land med Anglosaksisk lov er generelt kjent for god rettsbeskyttelse.

²⁷ Gugler, Mueller og Yurtoglu [2003] undersøker avkastningen på investeringene for mer enn 19000 selskaper, fordelt på 61 land. Deres beviser viser at landenes lover og reguleringer er den viktigste mekanismen i denne sammenheng. Anglosaksisk lovgivning påvirker avkastningen positivt.

Aksjonærene har da mindre frykt for å bli ekspropriert i tilfeller der de mister kontroll gjennom overtakelser. Aksjonærvern har gjerne å gjøre med minoritets og majoritetsproblemetikk, og i denne sammenheng hvor enkelt det er for majoriteten å dra nytte av sin maktposisjon. I enkelte sammenhenger vil det også kunne oppstå konflikt mellom eiere, og lover og reguleringer er da med på å sikre at konflikten løses og får et mest mulig rettferdig utfall. Investorbeskyttelsen vil dermed sørge for at eiere av kapital får igjen sine investeringer i form av en rettferdig aksjepris, i motsetning til å bli presset til å akseptere en urimelig aksjepris²⁸. Dessuten kan man ved tilstrekkelig beskyttelse av aksjeeiere, redusere mulighetene for at ledelsen/eier eksproprierer selskapets ressurser på bekostning av andre interesser. Ledelsen kan også for eksempel lovpålegges i å maksimere verdien av egenkapitalen, og lover og reguleringer kan begrense eiers mulighet til å velge styre. Dermed er lover og reguleringer med på å bestemme det optimale sett med mekanismer for ES [La Porta et al, 1997]. Markedsløsninger er en annen mekanisme som også påvirker det optimale sett med mekanismer for ES. I det neste punktet vil markedsløsninger.

2.2.2 Markedsløsninger

En viktig mekanisme for god ES er markedsløsninger. Markedsløsninger er en samlebetegnelse vi har valgt for diverse mekanismer i markedet som er med på påvirke ES. De tre markedsløsningene vi tar for oss er produktmarkedet, inputmarkedet og kapitalmarkedet. Enkelte hevder at når markedet for produkter, arbeidskraft og overtakelser er fullstendig, vil ledere maksimere ens velferd igjennom maksimering av aksjonærens kapital. Konkurransen vil da være eneste nødvendige kontrollmekanisme, også uten innblanding eierne [Fama 1980, Fama og Jensen, 1985 og Stulz, 1988]. Dette vil kunne være tilfellet i et teoretisk perfekt marked. Et perfekt marked er likevel i realiteten ikke-eksisterende. Verden er ikke perfekt slik mange forskere forutsetter. Det er derfor innforstått at konkurranse i bare ett av markedene ikke er tilstrekkelig til å løse problemene med agentkostnader. Det vil derimot være slik at alle markedsløsningene sammen vil kunne være

²⁸ Kjell Inge Røkke har blant annet opplevd problemer ved sin tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærene i Norway Seafoods våren 1999. Minoritetsaksjonærene var ikke fornøyd med tilbudet de hadde fått, og mente prisen per aksje var urimelig. Etter gjennomgang i Norsk rettsvesen, gav retten minoritetsaksjonærene medhold og dømte Røkke til å betale en høyere pris per aksje. Siste ord er derimot ikke sagt i saken ettersom ni aksjonærer med til sammen 160.000 aksjer, valgte å ikke godta hva retten tilmålte dem. Denne saken er et typisk eksempel på hvordan lover og reguleringer beskytter minoritetsaksjonærer. [Dagens Næringsliv; Mars 2006]

med å begrense problemer som oppstår i forhold preget av agent-principal relasjoner. Vi vil nå videre ta for oss de tre markedsløsningene produkt-, input- og kapitalmarkeder.

I) Produktmarkedet

Dersom ledelsen ikke klarer å realisere potensialet i selskapet ved å maksimere lønnsomheten og aksjeverdi, kan selskapet miste konkurranseevne. Sett fra et agent-principal perspektiv, betyr dette at jo mer konkurranse selskapet opplever i markedet, desto mindre er det til overs for sløsing av selskapets ressurser og selskapet blir mindre fleksibelt [Grossman og Hart, 1983]. Dermed vil sløsing av selskapets ressurser gjerne knyttes til selskapet ledelse. Selskapets presentasjoner vil da kunne sverte rykte og anerkjennelse til ledelsen, noe som igjen kan medføre at ledelsen handler mer i samsvar med eiers interesser. Da vil konkurranse i produktmarkedet fungere som en mekanisme som reduserer agentkostnadene [Bøhren og Ødegaard, 2001a].

Andre tar som utgangspunkt at i det lange løp vil konkurransen i markedet presse selskapet til å være mer effektiv og redusere kostnader. Selskaper som opplever dette, vil lage prosedyrer som skaffer selskapet kapital til lavest mulig kostnad. Denne evolusjonære teorien av økonomisk endring er blant annet presentert av Alchian [1950] og Stigler [1958], og hovedbudskapet er at konkurransen fører til den optimale eierstruktur og prestasjon. Derimot vil en svak konkurranse i produktmarkedet, gjennom inngangsbarrierer og monopolsituasjoner kunne medføre svakere ES ettersom overvåkingen av ledelsens prestasjoner forverres som følge at markedet ikke får påvirke fritt. Da vil selskapets lønnsomhet nødvendigvis ikke være utsatt for konkurranse, og ledelsens prestasjoner er vanskelig å observere. I denne sammenheng vil overvåking av ledelsens handlinger blir vanskeligere og det er gjerne mer kostnader forbundet med overvåkingen. Dette kan resultere i dårlig ES.

II) Inputmarkedet

Et velfungerende arbeidsmarked med ledige kvalifiserte ledere, vil kunne føre til konkurranse for den sittende ledelsen. Markedet for talentfulle ledere vil da spille en rolle ved at leders rykte, i form av tidligere prestasjoner, kan være bestemmende for om leder får ettertraktete jobber i framtiden [Bøhren og Ødegaard 2001b]. Dessuten kan det oppstå en situasjon hvor ledelsens tjenester ikke lenger er ønsket i selskapet de leder. Dette er gjerne et resultat av at leders prestasjoner ikke svarer til eiers forventninger, og gitt at markedet har

god tilgang på ledige kvalifiserte ledere, vil leder da bli erstattet med en annen som er mer kunnskapsrik og dedikert i å oppnå profitt og lønnsomhet [Fama 1980]. Styret vil i denne sammenheng overvåke og til en hver tid vurdere ledelsens prestasjoner og framdrift. Dersom ledelsen ikke følger de retningslinjene som er gitt og oppnår de mål som er satt, kan styret beslutte å avskjedige ledelsen [Jensen og Meckling 1976]. En faktor som kan begrense påvirkningen av ledige kvalifiserte ledere er for eksempel manglende bevilgninger til utdanning. Dette kan resultere at inputmarkedet svekkes som kontrollerende mekanisme, ettersom det over tid kan bli mangel på kompetente og godt utdannede ledere. Mangel på kompetente ledere vil medføre større konkurranse om de mest kvalifiserte lederne. Dette kan på sikt skade ES, ettersom de selskapene som ikke kan tilby konkurransedyktige betingelser, vil sitte igjen med en ledelse som gjerne ikke er kvalifisert eller kompetent til å fremme god ES. Da vil det være de selskapene, som for eksempel allerede har dårlig lønnsomhet på grunn av utilstrekkelig ES, som blir taperen. De vil være taperen ved at selskapet kan risikere å få en ledelse som ikke har evner eller ønsker om å maksimere selskapets verdier. Selv om ledelsen ikke klarer å lede selskapet mot sitt potensial, kan ledelsens posisjon i selskapet likevel være relativ trygg, ettersom markedet ikke har tilstrekkelig kvalifiserte ledere til å ta over. Det er dermed klart at sterk konkurranse i arbeidsmarkedet, ved at det er høyere tilbud av kvalifiserte ledere enn etterspørsel, vil spille en viktig rolle for å oppnå mer samsvar mellom leders og eiers nytte og dermed også god ES.

III) Kapitalmarkedet

Teorien sier at et velfungerende marked for selskapskontroll vil hindre ledere å prestere dårligere enn sitt potensial, ettersom dette kan medføre at selskapet de leder blir mer sårbar for oppkjøp og overtakelser. Dersom det skulle oppstå en såkalt fiendtlig overtakelse, kan ledelsen da risikere å bli byttet ut [Manne, 1965; Marris, 1964 og Jensen og Ruback, 1983]. Da vil overtakelse og oppkjøp være en kontrollmekanisme, ved at det gjerne foretas endring av ledelsen som ikke presterer optimalt. [Fama, 1980; Fama og Jensen, 1985 og Stultz 1988].

Overtakelse generelt og fiendtlige overtakelser spesielt, er en av de mest omstridte og radikale mekanismene for kontroll og disiplinering av ledelse. En fiendtlig overtakelse skjer når ledelsen motsetter seg overtakelse. I de fleste land er fiendtlige overtakelser ett nesten ikke-eksisterende fenomen, men temaet har likevel fått mye fokus i akademiske miljøer i forbindelse med ES. Fokuset i litteraturen innen fiendtlige overtakelser dreier seg om synergieffekter som oppstår ved overtakelser i form av eierskifte og eller fusjon. Altså om

det oppnås ex - post effektivitet. Den første formelle modellen om overtakelse ble utformet av Grossman og Hart [1980]. Hovedresultatet i modellen er at markedet ender opp med for få overtakelser ettersom det er aksjonærene i det overtatte selskapet som ender opp med de fleste positive effektene av overtagelsen. Generelt er overtakelser som mekanisme meget splittende og kostbar, og empiri viser blant annet at det meste av superprofitten ved en overtakelse tilfaller det overtatte selskapets eiere [Jensen og Ruback 1983 og Jarrell et al. 1988]. I denne sammenheng oppstår et gratispassasjerproblem. Dette problemet relaterer seg til det faktum at selv om man som eier bærer alle kostnadene ved sin eierstyringsinnsats, høster man bare fordelene i forhold til hvor stor eierandel man har i selskapet. De passive eierne som ikke har opplevd kostnader med eierstyring, vil likevel høste fordeler i forhold til sin eierandel i selskapet. Man betegner gjerne disse eierne som gratispassasjerer [Bøhren 2005]. I sammenheng med overtakelser relaterer problemet med gratispassasjerer seg til det faktum at en majoritetseier vil i enkelte tilfeller hindre overtakelse ettersom mye av superprofitten ved overtakelsen tilfaller de passive minoritetseierne. For å forhindre problemet med gratispassasjerer og øke antall overtakelser foreslår derfor Grossman og Hart [1980] en reduksjon av rettighetene til minoritetsaksjonærer. Enkelte påstår at problemet med gratispassasjerer kan være en av grunnene til at man sjelden, selv i USA og Storbritannia, finner slike overtakelser [Becht et al 2002]. Annen litteratur inne fagfeltet retter kritiske spørsmål ved modellen til Grossman og Harts [1980] og analyserer forskjellige varianter av overtakelsesspillet [Dewatripont 1993].

Det er foretatt mindre forskning på ex - ante problematikken ved disiplineringsmekanismen, i form av at en mulig overtakelse kan påvirke leders handlinger. Sharfstein [1988] hevder at et selskap kan inngå optimale kontrakter ex-ante, men at disse vanligvis er ineffektive. Forklaringen er at både principalen og agenten designer kontrakten på en måte om gjør at de kan hente ut unormal profitt av en eventuell overtakelse. Som er resultat vil det være færre fiendtlige overtakelser og mindre disiplinering av ledelsen. Scharfsteins [1988] observasjoner rettferdiggjør reguleringer som hindrer overtakelser. Easterbrook og Fischel [1981] mener likevel dette kan ødeleggende for aksjonærenes interesser. Andre mener at enkelte reguleringer kan være viktig for at det overtatte selskap skal få gode betingelser fra overtaker [Baron 1983, Shleifer og Vishny 1986].

Dersom fiendtlige overtakelser er en mekanisme for å disiplinere ledelsen vil man forvente at fiendtlige overtakelser forekommer i selskaper som presterer dårlig. Denne antagelsen

samsvarer dårlig med hva man finner i empiriske undersøkelser. [Comment og Schwert 1995] finner i sin undersøkelse at overtatte selskaper i USA på ingen annen måte presterer signifikant dårligere enn andre selskaper. I motsetning til dette hevder Jensen [2005] at overtakelser løste mange av problemene med undervurderte selskaper på 70- og 80-tallet. Likevel er en bakdel ved denne mekanismen at den ikke klarer å løse agentproblemer relatert til overvurderte selskaper. Det vil si selskaper hvor ledelsen overvurderer og gir for store forhåpninger til selskapets fremtidige inntjening. Dette har sin bakgrunn i at man ikke kan kjøper overvurderte selskaper, eliminerer overvurderingen og dermed tjene penger.

Kapital- og lånemarkedet er også med på å disiplinere ledelsen ved at det stadig foretas analyser av selskaper og deres aktiviteter²⁹. Dette fører til friere flyt av informasjon til aksjeeiere, lånegivere, leverandører, kunder og andre interessenter. Disse kan dermed lettere avdekke dårlige prestasjoner fra ledelsen. Som et resultat av dette kan man oppleve at kunder stopper å bruke selskapet på grunn av frykt for konkurs og påfølgende manglende service. Leverandører kan velge å ikke levere til selskapet på grunn av frykt for at selskapet kan havne i en posisjon hvor det ikke kan gjøre opp for seg. Lånegivere vil vegre seg for å ytterligere finansiere selskapet. Dessuten vil eiere i et likvid aksjemarked ofte vise sin skuffelse over ledelsens arbeid, ved å selge aksjen. Dersom markedet generelt er enig om at ledelsen ikke gjør en god nok jobb, vil da aksjekursen synke. Aksjekurs er gjerne en indikasjon på ledelsens arbeid, og en synkende aksjekurs på grunn av dårlig ledelse vil dermed svarte leders rykte. Ingen leder ønsker å ødelegge sitt renommé, og kapital- og lånemarkedet vil dermed fungere som en disiplineringsmekanisme som gir ledelsen incentiver i å lede selskapet mot sitt potensial.

Mekanismene vi har diskutert under avsnittet ”Markedsløsninger”, vil selv ikke kunne løse alle problemer relatert til ES. Det er derimot mulig at mekanismene sammen kan bidra til å redusere problemer relatert til ES betraktelig. I det kommende punktet vil vi nå ta for oss en annen mekanisme som kan være med å bidra. Dette er mekanismen som relaterer seg til selskapets interne retningslinjer og bestemmelser.

²⁹ En rekke meglerkontorer driver med aksjeanalyse, og deres arbeid er med på å gjøre markedet mer effisient ved at all tilgjengelig informasjon spres og reflekteres i markedet. Da er det vanskelig for ledelsen å skjule sine svake resultater. Dessuten foretar Standard and Poor sin anerkjente kredittvurdering av selskaper. Dette i seg selv har en disiplinerende effekt.

2.2.3 Selskapets interne retningslinjer og bestemmelser

Gode retningslinjer og bestemmelser er avgjørende for i hvilken grad eiere, ledelse, lånegivere og andre interessenter får gjennomslag for sine forslag. Dette er ofte viktig for at selskapet skal kunne drives så effektivt som mulig. I denne sammenheng er utfordringen å konstruere gode retningslinjer og bestemmelser som sikrer dette. Uten ett ordentlig sett med retningslinjer og bestemmelser vil det være lettere for at ledelsen og eiere "legitimt" kan berike seg på andre eieres og selskapets bekostning. Dermed vil også avvik fra verdimaksimering kunne observeres.

Selskapets interne retningslinjer og bestemmelser er blant annet ekstremt viktig når et selskap ønsker å hente inn ny kapital. Få om noen investorer eller lånegivere vil tilby sin kapital til et selskap som er preget av uoversiktlig, og som gjerne er dominert av premisser som gir enkeltaktører i selskapet ubegrunnet makt. I så måte kan retningslinjer og bestemmelser benyttes av ledelsen i et forsøk på å sikre sin maktposisjon, og dermed direkte påvirke graden av kontroll, overvåking og innflytelse ved å øke eiers kostnader forbundet med å drive disse aktivitetene. Dette kan være bestemmelser som begrenser eller hindrer eiere i å få tilgang til viktige beslutningsorgan og informasjonssentre. Da må eier bruke andre virkemidler for å utføre kontroll og overvåking. Vi kan for eksempel finne dette fenomenet i typiske forskning og utviklingsbedrifter hvor graden av hemmeligholdelse kan være stor³⁰.

Kompleksitet i selskapsstruktur, og som et resultat gjerne uoversiktlig, er en variabel som også øker viktigheten av retningslinjer og bestemmelser som sikrer god ES. Jensen og Meckling [1976] hevder således at kostnader forbundet med kontroll- og overvåking generelt kan relatere seg til kompleksitet i selskapsstruktur og geografisk utbredelse av driften. Store geografiske avstander var nok mer generelt et problem i 1976, da Jensen og Meckling presenterte sin studie, ettersom vi i dag har bedre teknologi som sikrer rask overføring av informasjon. Enkelte retningslinjer og bestemmelser er likevel viktige verktøy for å utføre

³⁰ Det er vel ikke å komme utenom at Opticom ASA, som forskningsbedrift, har vært preget av lite informasjon og hemmeligholdelse. Enkelte aktører har hevdet at deres informasjonspraksis kan sammenlignes med en skuff som åpnes og lukkes raskt. Man kan bare skimte konturene av hva som faktisk skjuler seg i skuffen, men ifølge ledelsen skal det være fantastisk. Det er vel heller ikke til å komme utenom at R.Keith og T.Fussell har vist en forretningskultur som vil gjøre dem lite attraktiv som ledere av andre Norske selskaper i nærmeste fremtid. Deres honorarer i Opticom ASA har den seneste tid vært utsatt for sterk kritikk ettersom de ikke har stått i stil med deres eller selskapets prestasjoner. Dessuten har selskapets informasjonspraksis ved emisjoner vært sterk kritikkverdige, og enkelte har ønsket en offentlig gransking av selskapet. [Dagens IT. 30.03.2006]

tilfredsstillende kontroll og overvåking. Dette er blant annet revisjon, formelle kontrollsystemer, budsjettrestriksjoner og etablering av incentiv- og belønningssystemer. Mindre formelle overvåkingssystemer som interaksjon mellom ledere kan også fungere som kontroll. Gjensidige overvåkingssystemer, som interaksjon mellom ledere, kan således avlede agenten fra å oppfylle sine egne mål, mot heller å øke verdien av human kapital i selskapet [Fama, 1980]. Som vi ser er det liten tvil om at interne retningslinjer og bestemmelser er viktige redskaper i å nå målet om god ES. Hvordan avgjørelser vedtatt på generalforsamlingen bidrar til ES er en annen sak. Vi vil nå i det kommende punktet ta for oss mekanismen som relateres til avgjørelser vedtatt på generalforsamlingen.

2.2.4 Avgjørelser vedtatt på generalforsamling

Generalforsamlingen kan sees på som det lovgivende organ i et selskap og det kan hevdes at det er der rammene for videre drift av selskapet bestemmes. Ved generalforsamling kan blant annet vedtekter endres, styret avsettes og innsettes, selskapers årsrapporter godkjennes og det kan gis instruksjoner og arbeidsoppgaver til styret. Alle eiere har mulighet til å fremme forslag til generalforsamlingen og dermed påvirke selskapets videre fremtid. Selvfølgelig har ens maktposisjon mye å si for om den enkeltes aksjonærs interesser blir tatt til etterretning på en generalforsamling. Stemmegivning er i denne sammenheng avgjørende. Med dette mener vi hvor mange stemmer som trengs for at generalforsamlingen skal vedta et forslag som er framsatt. Dette dreier seg om hvilke krav som kreves. For eksempel kan dette være krav om flertallstemmer, enstemmighet, et kvalifisert mindretall og så videre, som et minimum for å få igjennom et forslag. Stemmeordningen ved et selskaps generalforsamling er i så måte avgjørende for hvor lett det er å utøve makt og overstyre de andre aksjonærene. En stemmeordning kan favorisere så vel store som små aksjonærer, og i enkelte situasjoner trenger man gjerne ikke mange stemmeberettigede aksjer for å inneha kontroll. Dermed vil hvert enkelt selskaps stemmeordning ved generalforsamlingen kunne være avgjørende for hvor god selskapets ES er. Krav i selskapets vedtekter om flertalls, enstemmighet eller kvalifisert mindretall kan også endres på generalforsamlingen gjennom selskapets vedtekter. Dette kan ha både positive og negative utfall for selskapets aksjonærer og deres muligheter for kontroll og påvirkning på selskapets fokus. På selskapers generalforsamling er det for eksempel mulig å stemme frem vedtekter som omhandler fusjoner, overtakelser, incentivsystemer for ledelsen, emisjoner og kapitalutvidelser. For eksempel kan det vedtas vedtekter som medfører at det skal større flertall til blant selskapets aksjonærer enn tidligere

for at generalforsamlingen skal kunne godta en fusjon eller overtakelse. Ved å innføre strengere rammevilkår for aksept av fusjon og overtakelse, kan man redusere sannsynligheten for at fusjon og overtakelse inntreffer. Dermed vil markedet som kontrollmekanisme svekkes og dette kan medføre dårligere ES, og redusert verdi for aksjeeierne [Jensen og Ruback, 1983]. Forskere er generelt enige om at i gjennomsnitt reduserer innføringen av restriktive vedtekter, i forbindelse med overtakelser, verdien til aksjonærene. DeAngelo og Rice [1983] støtter dette og finner at selskaper som innfører vedtekter som begrenser muligheten for overtakelse, reduserer aksjonærenes verdier. Derimot finner Linn og McConnell [1983] svake antydninger til at man øker aksjonærenes verdier ved å innføre restriktive vedtekter for overtakelser. Linn og McConnells [1983] resultater kan være et resultat av at restriktive vedtekter for overtakelse medfører at det overtaende selskapet må øke tilbudet per aksje for å få aksept for overtakelsen. Dermed vil aksjonærenes ekstraordinære premie ved overtakelsen også øke.

Det er dessuten generalforsamlingen som tar stilling til hvem som skal innstilles til styrerepresentasjon. I denne sammenheng er generalforsamlingen et viktig redskap for den enkelte aktørs mulighet til å få sin representant eller støtte opp om en representant for plass i selskapets styre. Avgjørelser vedrørende ledelsens myndighet til å bestemme kapitalutvidelse og emisjoner skal også vedtas på generalforsamlingen. Da kan ledelsen utstede nye aksjer som vil vanne ut eksisterende aksjonærs eierandel³¹, eller hente inn ny kapital til selskapet selv om selskapet ikke står overfor investeringer som møter selskapet krav til lønnsomhet. Mer spillerom når det gjelder emisjoner og kapitalutvidelse, vil selvfølgelig også gjøre selskapet mer finansielt fleksibelt. Likevel kan selskapet ende opp med unødvendig mye kapital som ikke vil oppnå tilstrekkelig avkastning i forhold til alternativkostnaden. I punktet 2.2.6 vedrørende finansiell politikk vil vi gå nærmere inn på problemstillingen med selskaper med unødvendig mye ledig kapital.

Når det gjelder generalforsamlingens vedtak om innføring av for eksempel incentivbasert avlønning, kan dette medføre at ledelsen prioriterer kortsiktige prosjekter som på lengre sikt kan redusere aksjonærens verdier. Innføring av incentivbasert avlønning kan være et resultat

³¹ Dette skjedde blant annet for John Fredriksen da han overrasket med inntreden som den største aksjonærene i Hyundai Merchant Marine. Selskapets svarte med et kontant forsøk på å vanne ut Fredriksen i form av å signalisere utstedelse av 30 millioner nye aksjer. Påfølgende dag valgte Fredriksen å selge sin aksjepost i selskapet. Det utales at selskapet incentiverer for å handle slik det gjorde er frykten for at lokale selskaper skal bli slukt av internasjonale giganter. [Dagens Næringsliv, 26.04.2006]

av utbredt maktposisjon av innsidere som gjennom generalforsamlingen får gjennomslag for vedtak som setter deres egen nytte over selskapets nytte. Som konklusjon kan man si at generalforsamlingen er maktarenaen i et selskap, og det er her selskapets videre vei bestemmes. Om det er på grunnlag av enkelt aktørers premisser eller flertallets premisser er gjerne et resultat av stemmeordningen. Det er lett å se at enhver avgjørelse tatt på generalforsamlingen enten kan påvirke ES positivt eller negativt. Spørsmålet i denne sammenheng er hvordan man kan sikre at avgjørelser vedtatt på generalforsamlingen er med på gi incentiver for god ES og dermed også maksimering av aksjonærenes verdier. Det finnes ingen entydige svar, men det er trolig mest fornuftig med en demokratisk modell, hvor opplysning og inkludering av aksjonærer prioriteres. I det påfølgende punktet vil vi ta for oss incentivsystemer for ansatte og hvordan dette påvirker ES i selskaper.

2.2.5 Incentivsystemer for ansatte

Incentivsystemer for ansatte kan også benyttes som mekanisme for kontroll og overvåking. Dersom man setter opp incentivsystemene på en god og hensiktsmessig måte, vil man kunne redusere agentkostnadene. Gode incentivsystemer er systemer som klarer å forene leders og eiers nytte. Slike incentivsystemer kan for eksempel dreie seg om utbetaling av bonus ved måloppnåelse. Bonus kan i så måte være både regnskapsbasert og markedsbasert. Regnskapsbasert bonus er gjerne relatert til vekst i omsetning, lønnsomhet, kundebase og/eller eventuell reduksjon av kostnader. Det er også tilfeller hvor ledelsen oppnår bonus dersom de med suksess bringer selskapet igjennom en vanskelig omstrukturingsprosess. Markedsbasert bonus er noe annerledes og relateres gjerne til selskapets aksjepris. For eksempel gjelder dette situasjoner hvor ansatte får aksjeopsjoner i selskapet de arbeider for. Selv om incentivsystemer er markeds- eller regnskapsbasert, har alle målene som oppgave å få ytterligere samsvar mellom leders/ansattes og aksjeeiernes nytte. Noe som skal sikre god ES og maksimering av aksjonærers verdier. Det kan likevel argumenteres for at regnskapsbaserte og markedsbasert avlønningsmetoder gis på feil grunnlag. Kim og Suh [1993] argumenterer i denne sammenheng at både resultat og aksjepris er måletall som kan inneholde støy. Regnskapsbasert resultat kan være følsom for målefeil, og pris på selskapets aksjer kan være følsom for varierende støy i etterspørsel og tilbud. Lambert og Larcker [1987] hevder også at regnskapsbasert avlønning er et mindre egnet måltall for ledelsens prestasjoner, når en ledelses handlinger i dag vil vise seg i fremtiden og ikke forrige periodes regnskap. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 7, *Kritikk av empiri og forslag til videre*

forskning. Generelt påpeker Kim og Suh [1993] at incentivbasert avlønning er lite hensiktsmessig dersom ledelsen ikke er villige til å yte mer, eller at ledelsen er i en situasjon hvor de ikke kan tilføre selskapet mer enn de allerede gjør. I denne sammenheng er det naturlig at incentivbasert avlønning sees i fra et grenseinntekt/grensekostnad perspektiv, hvor en ekstra krone avlønning bare opp til et visst punkt vil tilsvare mer enn en ekstra krone inntekt/ytelse for selskapet/ledelsen. Fra og med punktet hvor grenseinntekt tilsvarer grensekostnad, vil det ikke være hensiktsmessig å tilføre ytterligere incentivbasert avlønning. Da vil nemlig kostnadene være større enn fordelene ved å øke graden av incentivbasert avlønning. Det skal nevnes at slike punkt er vanskelige å finne, og er mer anvendelig på teoretisk plan enn i den virkelige verden.

Lambert og Larcker [1987] påpeker også andre problemer forbundet med incentivbasert kompensasjon. Dette gjelder påvirkningen av andre faktorer. Med dette mener de at incentivkontrakter ikke bare er en funksjon av ledelsens innsats, men også en funksjon av selskapets og omgivelsenes karakteristikker. Dette er konsistent med agent-teorien og beviser at påvirkningen av andre faktorer enn ledelsens handlinger på et lønnsomhetsmål, kan medføre at ledelsen handlinger har en mindre påvirkning på oppnådd lønnsomhet. Dermed kan man ikke være sikker på at ledelsen har gjort en tilstrekkelig jobb dersom målene er nådd, ettersom det for eksempel kan være en generell høykonjunktur som er årsaken. Det er likevel vanskelig å skrive kontrakter som sikrer at alle variabler taes hensyn til, og at ledelsen dermed bare blir belønnet for sin innsats og ikke spuriøse sammenhenger.

De seneste årene har avlønning av ledere vært et meget aktuelt og omstridt tema³², og opsjonsbasert avlønning til ledere og ansatte har vært et mye brukt verktøy. Debatten har likevel dreid seg mer om omfanget av avlønningen, og ikke generelt om opsjoner som incentivmekanisme³³. Kritikken av opsjonsbasert avlønning er likevel at den gjerne utelukkende relaterer seg til pris på aksjene i selskapet som ledelsen leder. Da kan

³² Den siste tiden har det kommet opp en sak med tidligere Exxon-sjef Lee Raymond. Beregninger viser at sjefen som ledet selskapet i 13 år oppnådde utrolige 2,6 milliarder kroner i kompensasjon det siste året. Kompensasjonene inkluderte både pensjon, lønn, bonus og opsjoner. Dette har skapt kraftige reaksjoner i USA, også blant Exxon-aksjonærer. [Dagens Næringsliv, 18.04. 2006]

³³ I det relativt nylige privatiserte selskapet Telenor ASA, har diskusjonen rundt opsjoner blusset opp igjen. Staten eier fortsatt en stor andel av selskapets aksjer, og regjeringspartiene reagerer sterkt på at Telenor ASA forbereder nok en opsjonsrunder. Topplederen i Telenor ASA skal ha tjent 170 millioner på tidligere opsjoner. I denne sammenheng kreves det at styret må vurdere hva som er rimelig, men signalene fra regjeringen har vært at det må vises et samfunnsansvar [Dagens Næringsliv, 24.06. 2006].

aksjonærene risikere at ledelsen handler opportunistisk og forringer aksjonærverdier, ved at ledelsen godtar prosjekter som sikrer kortsiktig lønnsomhet og rask oppgang i aksjepris, istedenfor langsiktige prosjekter som sikrer stabil vekst, lønnsomhet og aksjepris. Leder vil dermed sette egen nytte foran aksjonærenes nytte. I denne sammenheng kommer ledelsen sitt tidsperspektiv inn i bildet. Aksjonærene kan risikere at ledelsen har en tidshorisont som bare strekker seg ut perioden de er ansatt i selskapet, og at de dermed ikke maksimerer aksjonærenes verdier på lengre sikt. En rask oppgang i aksjepris vil kunne medføre stor avkastning for en leder med opsjoner i selskapet han leder, men bare på kort sikt gagne eierne. I et lengre perspektiv, kan de langsiktige prosjektene være mest hensiktsmessig for aksjonærene. På tross av dette finner Hall og Liebman [1998] at aksjeopsjoner er en av de avlønningssystemene som tilfører ledelsen mest incentiver for å drive etter beste evne. Dermed virker det som om godt implementerte incentivsystemer som oppnår at ledelsen handler mer i samsvar med eiers interesser og dermed reduserer agentkostnader, vil være verdiskapende for aksjonærene ved at man sikrer bedre ES. Finansiell politikk er også en mekanisme som til bidrar til den forbedringer i ES. I det kommende punktet er fokuset rettet mot denne mekanismen.

2.2.6 Finansiell politikk

Selskapets finansielle politikk er en mekanisme som kan virke både disiplinerende og overvåkende, som dermed sikrer god ES. Det er ikke uvanlig at finansiell politikk klassifiseres i følgende tre kategorier; *i)* design av selskapets utstedte verdipapirer, *ii)* selskapets kapitalstruktur, *iii)* dividende politikk [Bøhren og Ødegaard 2001a].

Designet på utstedte verdipapirer kan for eksempel være utstedelse av A og B aksjer. A aksjer gir eierne fulle rettigheter, mens B aksjer har begrensede rettigheter [Bøhren og Ødegaard, 2001b]. De to typene aksjer gir eierne forskjellige rettigheter når det kommer til stemmeavgivning. Eksempelvis kan det være en situasjon hvor eksterne eiere bare eier B aksjer, mens ledelsen eier A aksjer. A aksjer kan stemme på generalforsamling, mens B aksjer derimot bare kan benyttes til å stemme i saker hvor det er forslag om å endre selskapet vedtekter. Da er det i hovedsak ledelsen som styrer selskapet, ettersom de kan stemme i alle saker som kommer opp. Det vil si at fordelingen av aksjer med stemmerett og aksjer uten stemmerett har innvirkning på kontroll og overvåking av ledelsen.

Ved kapitalstruktur er temaet i hvilken grad selskapet skal være finansiert med gjeld eller egenkapital. Et grunnleggende argument er at ledelsen bare i begrenset grad kan sløse med selskapet ressurser dersom selskapet er finansiert med gjeld istedenfor egenkapital, og opptjent egenkapital betales ut som utbytte [Jensen 1986]. Da vil dårlig ledelse lettere bli avslørt, og i motsetning til egenkapitalfinansiering, sikrer høy gjeldsandel at mesteparten av selskapet kontantstrømmer blir benyttet til å oppfylle kontraktene med kreditorene. Dersom kreditorenes kontrakter ikke oppfylles, kan selskapet slås konkurs og ledelsens rykte i arbeidsmarkedet forverres betraktelig. Det kan uansett argumenteres for at en minimering av gjeld også kan være negativt for selskapet. Dette er relatert til finansiellteori om optimal kapitalstruktur, hvor man finner at det kan i situasjoner være ”billigere” for et selskap å være finansiert med gjeld istedenfor egenkapital.

Utbytte kan også være disiplinerende, ved at man ved å betale ut utbytte ikke har mer kapital enn nødvendig plassert i selskapet. Dersom selskapet har mer kapital enn selskapet har gode investeringsalternativer kan man oppleve at ledelsen investerer i prosjekter som ellers ikke hadde vært aktuelle. Dermed kan utbytte være med på å begrense plasseringer som ikke gir tilfredsstillende avkastning for eiere. Høye dividendeutbetalinger vil tvinge selskapet til markedet for å hente kapital dersom nye prosjekter skal inngås. Dette vil medføre at ledelsen må utarbeide informasjon om selskapets aktiviteter for å reise kapital [Easterbrook, 1984]. Da vil selskapet automatisk bli mer ”gjennomsiktig”, og et resultat vil være bedret ES.

Ettersom redusert likviditet medfører at selskaper blir mer utsatt for overvåking av eksisterende og potensielle investorer, vil finansiering med gjeld og utbetaling av utbytte være såkalte verdiskapende ES mekanismer [Bøhren og Ødegaard 2001a]. I denne sammenheng kommenterer Gugler og Yurtoglu [2003] at utbetalingen av dividende kan være et signal om at majoritet ikke ønsker å utnytte minoritetene, ettersom dividende utbetalinger medfører at selskapet inneholder mindre kapital som majoritet kan berike seg på. I motsatt fall vil reduksjon av dividende medføre at majoritetseier kan berike seg på minoritets bekostning. Dividendeutbetalinger vil dessuten komme alle eiere til gode ut fra hvor stor andel av selskapet den enkelte eier.

Dermed vil man som en oppsummering kunne si at selskaper med en begrenset kapitalbase hvor det er utstrakt bruk av utbyttebetalinger, tilbakekjøp av egne aksjer og emisjoner eller gjeldsopptak ved investeringer, vil trolig vise til bedre ES. Hovedsakelig fordi selskapene og dets ledelse da er avhengig av markedsløsninger for å kunne forfølge de mål selskapet har

satt. Et selskap med stor ”passiv” kapitalbase vil kunne risikere å bli for uavhengig av sine omgivelser slik at god ES nedprioriteres. Moralsk hasard av agenten overfor principalen kan bli et resultat. Med dette som bakgrunn vil vi nå bevege oss inn på neste mekanisme som omhandler informasjonsflyt.

2.2.7 Informasjonsflyt

Informasjon er kanskje den mest grunnleggende mekanismen som sikrer god ES. Gode informasjonskanaler med pålitelig og lettfattelig informasjon vil sikre at eiere og andre interessenter lettere kan overvåke og kontrollere selskapets framdrift og ledes prestasjoner, og dermed påvirke graden av god ES. En viktig analytiker, tolk og distributør av informasjon, er kapitalmarkedet. Dette dreier seg om i hvilken grad aktører i markedet analyser selskaper, og distribuerer sine resultater. Forbedret ES har i denne sammenheng å gjøre med at ledelsens og selskapets prestasjoner til enhver tid overvåkes, kontrolleres og vurderes av markedet, og enhver form for dårlig prestasjon vil straffes av markedsaktørene. Man kan da oppleve at investorene reduserer sine eierandeler i selskapet på grunn av misnøye, noe som gjerne vil resultere i lavere pris per selskapets aksje.

I motsatt situasjon, ved dårlig distribusjon av relevant informasjon eller stor grad av upålitelig informasjon, vil man lettere kunne oppleve dårlig ES ved at ledelsen og selskapet kan skjule sine prestasjoner. Upålitelig informasjon kan relateres til manglende regnskapslover, svak regnskapsskikk og praktisering og/eller svak rapportering etter grunnleggende regnskapsprinsipper. Årsregnskapet er således sårbart for påvirkning av forskjeller i bruk av prinsipper for god regnskapsskikk og praktisering. Jensen [2005] påpeker dessuten at regnskapspåvirkning av inntjening er et utbredt fenomen blant selskaper for å nå de mål som er satt. Innenfor reglene som gjelder under US GAAP kommenterer blant annet 80 % av 401 direktører at de ville utsatt kostnader forbundet med FoU, markedsføring og vedlikehold for å nå målene i budsjettet. Dessuten ville flertallet av respondentene i undersøkelsen gi slipp på prosjekter med positiv nåverdi, dersom det betydde at man ikke nådde kvartalsmålene [Graham, Harvey og Rajgopal, 2004]. Dette indikerer en total mangel på forståelse for at ledelsens viktigste oppgave er å maksimere eiernes verdier, og det er ikke til å komme utenom at hadde eierne hatt tilstrekkelig informasjon ville man sannsynligvis satt en stopper for slike verdiforringende aktiviteter.

En eier vil selvfølgelig kontrollere regnskapene og vurdere om de virker fornuftige. Likevel er det regnskapsloven og den uavhengige eksterne kontrollen av revisorer med den nødvendige kunnskap som sikrer at gode regnskapskikker og prinsipper følges når selskapers resultater rapporteres. Revisjon vil derfor være en viktig faktor som påvirker hvor stor grad av påliteligheten man kan tillegge informasjonen som rapporteres og dermed hvor god ES er i selskapet³⁴.

Som kommentert tidligere har det seg dessuten slik at dagens kapitalmarked preges av stadig deregulering og videre integrering. Et resultat av dette er gjerne at varer og kapital flyter friere på tvers av landegrenser, ved at investorer søker nye markeder for å oppnå tilfredsstillende avkastning og diversifisering. Forskjeller i lands regler for regnskapsrapportering er i denne sammenheng en utfordring for investorer med en global/internasjonalt investeringsstrategi. Dersom man skal kunne vurdere selskapene og ledelsens tidligere prestasjoner trenger man da kunnskap og kompetanse om lokale regnskapsregler og prinsipper. For å løse problemet med at selskaper og investorer må forholde seg til flere lover og regler for rapportering, har det som nevnt tidligere pågått en harmonisering og standardisering av regnskapsregler mot IAS og IFRS. Disse regnskapsreglene vil være med på å forenkle overvåkingen og kontrollen av selskaper for eiere og interessenter, og dermed også være en mekanisme som forbedrer ES. IAS- og IFRS-standardene sikter dessuten mot at selskapets og dets eiendeler skal vurderes mest mulig etter virkelig verdi³⁵ kontra historisk kost. De nye standardene vil dermed kunne medføre at regnskapet inneholder mer pålitelig informasjon, og fungerer bedre som kontrollmekanisme av ledelsens og selskapets prestasjoner, gjennom at regnskapene i mindre grad er preget av skjulte verdier. Alt i alt vil en harmonisering og standardisering kunne medføre bedret ES i selskapene ved at mer pålitelig informasjon kan absorberes lettere av alle investorer og interessenter. Uten pålitelig og tilstrekkelig informasjon vil det nærmest være umulig for

³⁴ En interessant utredning i denne sammenheng er under utarbeidelse av to medstudenter ved Norges Handelshøyskole denne våren. De undersøker om høye revisjonshonoraret som er forbundet med store selskaper, medfører at revisjonsselskapenes inntekter blir for avhengige av revidering av det store selskapet. Spørsmålet blir da om revisjonsselskapet fortsatt klarer å holde på sin uavhengighet, selv om selskapet som revideres er en betydningsfull kunde.

³⁵ IFRS og IAS har et klart mål at regnskaper skal rapporteres mest mulig etter virkelig verdi hvor dette lar seg gjøre. Det vil si at dersom man kan relatere diskonterte fremtidige kontantstrømmer til et selskaps aktiva, skal disse legges til grunn for verdisetting av aktiva. Da vil regnskapene være mer fremtidsrettede enn bakoverskuende.

eiere og andre interessenter å overvåke og kontrollere selskapet. Dårlig lønnsomhet på grunn av dårlig ES kan være et resultat. Vi har nå sett på noen grunnleggende mekanismer for ES.

I de påfølgende kapitlene vil vi nå konsentrere oss om hovedtema i utredningen. I denne sammenheng tar vi for oss teori og empiri for de fire mekanismene innen ES vi har valgt å fokusere på. Som nevnt er de fire mekanismene sammensetningen av styret, type eier, innsideeiere og eierkonsentrasjon. Teori forbundet med disse mekanismene og dets påvirkning på ES, vil vi se i sammenheng med lønnsomhet. Først vil vi nå gå inn på sammensetning av styret i kapittel 3, *Det optimale styret*.

3. Det optimale styret

3.1 Styre teori

I utgangspunktet skal samspillet mellom ledelse og styre virke som et aksjonærdemokrati, med ledelsen som den utøvende makt og styret med støtte fra generalforsamlingen som den lovgivende makt [Becht et al. 2003]. I privat virksomhet oppstår behovet for styret i tilfeller hvor det er flere eiere som i felleskap ønsker å gjennomføre en kollektiv oppgave gjennom en organisasjon sammensatt av agenter. Styret er således et viktig organ, og Fama og Jensen [1983] kommenterer at, styrets effektivitet til å kontrollere den daglige ledelsen er kritisk for at bedrifter hvor eierskap og ledelse er atskilt, skal kunne overleve.

Denne problematikken er i høyeste grad relevant for de aller fleste børsnoterte selskaper. Den siste tiden har styrets rolle vært utsatt for debatt både i privat og offentlig sektor. I privat sektor er det reist spørsmål ved styrets ansvar og passivitet i forbindelse med feilslåtte investeringer, dårlige økonomiske resultater og/eller brudd på aksjelovens bestemmelser. I offentlig sektor har vi sett tilsvarende anklager om styringssvikt, uklare styringslinjer og manglede kompetanse fra styrets side [Bøhren 2005].



Figur 2: De viktigste sammenhengene sammenfattet fra styrelitteratur.

Figur 2 sammenfatter styreteori fram til i dag. Som vi ser av figuren er det tre fundamentale hoveddeler i teorien vedrørende styret. Det kan nevnes at mye av litteraturen baseres på amerikansk forskning, slik at figuren passer best til den anglo-amerikanske økonomiske verden. Vi mener likevel figuren også kan anvendes for Norge og Europa. Den første teorien

omhandler identifisering av agentens interesser, og bruk av incentivkontrakter eller andre mekanismer for å oppnå bedre samsvar mellom agentens og principalens interesser. I denne sammenheng antar vi at mennesket i utgangspunktet er utilitaristisk og hedonistisk. Det vil si at mennesket handler for å øke sin subjektive nytte og redusere sin smerte (negativ nytte) [Jensen and Meckling, 1976]. Med andre ord handler dette om samsvar av økonomiske interesser, hvor en måte å oppnå dette på kan være igjennom eierskap til ledere eller få eierne til å opptre aktivt i styret. Foruten dette må styret skaffe til rette informasjon for effektiv overvåkning og støtte [Fama, 1980]. Dette har vi valgt å kalle kontrollkvalitet og informasjonsverdi. Her er hypotesen at uavhengige styremedlemmer tar bedre beslutninger for eierne enn for eksempel daglig leder i selskapet, men på den andre siden kan daglig leder også kan tilføre kritisk viktig informasjon. Den tredje delen har den siste tiden vært omdiskutert. Diskusjonene har dreid seg om hvilken sammensetning av styre som fører til de beste beslutningene. I denne sammenheng kan man forvente best informasjonstilgang når heterogenitet i styrene er stor. Faktorer som styrestørrelse, kjønn, alder og representanter for ansatte fører til økt heterogenitet i styret. Det er likevel en avveining mellom økt heterogenitet og beslutningsdyktigheten i styret. Dette kommer vi tilbake til senere i avsnitt 3.5 som omhandler beslutningsevne og design av styret.

Styreperspektiv er viktig i ES ettersom det direkte omhandler mekanismene mellom eierne (principalen) og ledelsen (agenten), nemlig eiernes redskap for overvåkning. Overvåking er nødvendig for å sikre effektivitet og for å beskytte eierne. Dermed har vi sammenhengen som er illustrert i figuren under:

Principalen ved eierne → Styret er organet for eierne → Agent blir overvåket av styret

Figur 3: Principal-Agent. Sammenheng og kontroll.

I situasjoner med spredt og passivt eierskap kan det virke som om det er ledelsen som har overtatt styret, ettersom daglig leder i denne situasjonen ofte har stor innflytelse over hvem som skal sitte i styret. Dette er hva teorien betegner som ledelsesdominerte selskaper. Dette er som å sette ”bukken til å passe havresekken”, ved at den som skal overvåkes er den som har størst innflytelse på rammene for overvåking og kontroll. Da vil vi kunne oppleve brudd på aksjonærdemokratiet. Et annet punkt som man i Norge har diskutert er hvorvidt styret faktisk representerer eierne eller om de representerer seg selv. Styremedlemmer blir valgt på generalforsamlingen av eierne, men styremedlemmene har selv et selvstendig ansvar som

gjør at styremedlemmenes egne beslutninger er uavhengig av hva eieren måtte ønske.³⁶ Styremedlemmene skal ifølge aksjeloven ikke representere spesielle interessegrupper, men alle eierne.

Styret kan sees på som et team som må samarbeide for å komme fram til de beste beslutningene for selskapet. Da kommer problemstillingen om hva som karakteriserer det optimale teamet. Hvordan kan teamet opptre optimalt og hvilke faktorer er bestemmende for dets suksess? Che og Yoo [2001] hevder at suksessfulle team gjerne karakteriseres av interaksjon over lengre tid mellom medlemmene, intern overvåkning og teambaserte incentiver. Ved å trekke lærdom av dette og se på de resultatene som er funnet til nå kan vi gi en antydning av hva som er det optimalt styret. Faktum er at konvensjonell litteratur og forståelse av styret de siste årene har blitt utfordret av nye funn, som setter spørsmålstegn ved dagens oppfatning av hvordan styret bør sammensettes.

Hvordan styret kan fungere optimalt er et sammensatt og vanskelig spørsmål som varierer fra situasjon til situasjon, men vi vil likevel framheve noen trender som vi mener er relevante og viktige. I de kommende avsnittene vil vi ta for oss de viktigste teoriene når det gjelder styret, samt se på den internasjonale empirien og dokumentasjonen som foreligger. Vi vil dessuten ha ett spesielt fokus på artikkelen av Bøhren og Strøm [2005], som omhandler funn fra Norge. Mer detaljert beskrivelse av funn gjort av Bøhren og Strøm [2005], følger kapitlets appendiks. Tidligere forskning har som oftest fokusert på uavhengige styremedlemmer, men det finnes også en mindre og konsentrert del av litteraturen som tar for seg de andre påvirkningsfaktorene fra figur 2. Vi vil i de neste avsnittene også ta for oss disse mekanismene, og kommentere og referere til litteratur der dette er naturlig.

³⁶ SVs næringspolitiske talskvinne Ingvild Vaggen Malvik mener staten bør bruke eierandeler i store selskaper for å ta ”strategiske avgjørelser i tråd med folkets interesser og vilje”. Dette bryter med prinsippet om selvstendig ansvar. Spørsmålet blir da hvilken rolle politikerne bør ha og om dette prinsippet bør endres. På den ene siden har de store muligheter til å styre bedriftsutviklingen gjennom aktiv utforming av rammevilkår og lovverk. Politikerne skal sørge for en aktiv tilretteleggende stat i en tid der nasjonalstatene står i kø for å tiltrekke seg investeringer i verdiskapning og skattegrunnlag. Dette er den tradisjonelle politiske arena. Dermed blir bedriftenes oppgave å skape mest mulig verdier ut fra de rammene politikerne makter å prioritere. Men nå vi politikerne inn på den andre siden av bordet også, ved i større å detaljstyre statlige hel- og del-eide bedrifter igjennom statlige styremedlemmer. Men dette vil ifølge næringslivet være en dramatisk endring i norsk eierstyring. Giverholt, styremedlem i Telenor, sier følgende om samspillet mellom styret og eierne; ”Styret representerer hele aksjonærfellesskapet. Vi sitter ikke der som representanter for en aksjonær eller en aksjonærgruppe”. Og han får støtte fra Per Terje Vold, styremedlem i DnB Nor som sier at ”styret representerer alle aksjonærer etter at medlemmene er innstilt av en valgkomité og valgt på generalforsamlingen. Den gjengse oppfatning i næringslivet er at dersom en eier skal påvirke, må man gjøre det igjennom generalforsamlingen. Kilde: Dagens Næringsliv, torsdag 6. juli, side 2, 3 og 16 – 17.

3.2 Styrets oppgaver

Ifølge §§ 6 – 12 og 6 - 13³⁷ i aksjeloven er det styret som skal lede forvaltningen av selskapet og sørge for forsvarlig organisering av virksomheten. Dette skal i hovedsak skje igjennom tilsyn og instruks til daglig ledelse. I praksis består styrets ansvarsområde i å foreta løpende evalueringer av drift, overvåke ledelsen, være rådgiver for daglig leder og gjøre større retningsgivende beslutninger knyttet til strategier for å maksimere lønnsomheten i selskapet. Et omstridt tema er hvor mye styret skal bestemme over selskapets strategi, og hvorvidt dette er et tema for ledelsen eller styret. Selv om noen næringslivsledere gjerne hevder at dette er deres oppgave, er det allment akseptert at styret skal ta del i strategiske beslutninger som endring i strategi, fusjoner og oppkjøp, kjøp av egne aksjer og kapitalstruktur. Det er styret som har det øverste ansvaret og kontrollen av driften i selskapet, og styret har dermed et viktig ansvar ved å være den avgjørende instans, som har innvirkning på selskapets prestasjoner.

Økonomisk teori forsøker å finne en optimal involveringsgrad. Hvis styret involverer seg for aktivt i den daglige driften vil samhandlingen vanskeliggjøres. Det må derfor være en avgrensning av de beslutningene styret skal være med på. Styret bør være aktivt, men samtidig må styringslinjene være entydige, ikke kryssende. Dette innebærer blant annet klare

³⁷ § 6- 12. *Forvaltning av selskapet*

- (1) Forvaltning av selskapet hører under styret. Styret skal sørge for forsvarlig organisering av virksomheten.
- (2) Styret skal i nødvendig utstrekning fastsette planer og budsjettere for selskapets virksomhet. Styret kan også fastsette retningslinjer for virksomheten.
- (3) Styret skal holde seg orientert om selskapets økonomiske stilling og plikter å påse at dets virksomhet, regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll.
- (4) Styret iverksetter de undersøkelser det finner nødvendig for å kunne utføre sine oppgaver. Styret skal iverksette undersøkelser dersom dette kreves av ett eller flere av styremedlemmene.

§ 6- 13. *Styrets tilsynsansvar*

- (1) Styret skal føre tilsyn med den daglige ledelse og selskapets virksomhet for øvrig.
- (2) Styret kan fastsette instruks for den daglige ledelse
- (3) I selskaper som bare har én aksjeeier, skal styret sørge for at avtaler mellom selskapet og aksjeeieren nedtegnes skriftlig.

retningslinjer og prosedyrer. I praksis må det dermed etableres en klar arbeidsdeling mellom styret og daglig ledelse. Ledelsen er et team som fungerer best når den har myndighet til å ta beslutninger, og derfor kan man hevde at det er balansen mellom fornuftig delegering av ansvar og beslutningsmyndighet til ledelsen som er kjernen i styrets virksomhet. Dessuten vil styret samtidig holdes ansvarlig for de resultater som oppnås, overfor de som kan ses på som eierne av organisasjonen [Bøhren 2005]. Dermed er det også i styrets interesse å foreta kontinuerlig kontroll av ledelsens aktiviteter.

I formelle trekk kan et styre ha ett eller to lag. Den anglo-saksiske modellen har et styre med to organ, nemlig generalforsamlingen og styret. Generalforsamlingens oppgaver er hovedsakelig strategisk viktige endringer i selskapet, som for eksempel dividendepolitikk og spørsmålet om hvem som skal være representert i oppsynsstyret. I Norge har man et såkalt "one tier" styre som oftest består av uavhengige styremedlemmer, som medfører mindre problemer med hensyn på overvåking og habilitet. Dersom styret derimot er dominert av øverste ledelse kan det være et problem knyttet til overvåking og disiplinering. Hovedpoenget i denne sammenheng er at i et "one tier" styre er funksjonene selskapsledelse og overvåking/disiplinering samlet i samme organ. I realiteten overvåker da ledelsen seg selv. Dette løses ved at et "one tier" styre vanligvis er sammensatt av toppledelsen og ledere på lavere nivåer, der daglig ledelse skal være den utøvende part mens ledelsen på lavere nivåer overvåker. I praksis vil likevel "one tier" styre være sterkt knyttet til øverste ledelse. Enkelt argumenterer for at overvåking av egen innsats ikke alltid er den mest effektive formen for overvåking [Rado Bohinc, 2000].

I deler av kontinental Europa, som Tyskland, Sveits og Nederland, er det innført forskjellige varianter av et "two tier" styre som separerer den daglige driften av styret og overvåkingen. Det er tre organ for styring av børsnoterte selskaper i et tolagssystemet. Dette er generalforsamlingen for aksjonærene, oppsynsstyret (supervisory board) og ledelsesstyret (management board). De forskjellige organenes myndighet er klart nedskrevet av loven. Generalforsamlingens myndighet er som regel lik i begge tilfeller. I et tolags styre er det et separat ledelsesstyre som er overvåket av et oppsyns styret. Oppsynsstyret har ikke lov til å ha ledelsesoppgaver, men oppsynsstyret har den viktige jobben med å overvåke og kontrollere ledelsesstyret som sitter med den faktiske styringen av selskapet. Den kontinental - europeiske styremodellen presiserer at oppsynsstyre kun skal bestå av medlemmer som ikke har noe å si i den daglige ledelsen, men med medlemmer som representerer ansatte. Uformelt

kan begge typer styrever mer eller mindre bli ”fanget” av ledelsen eller dominerende aksjonærer. For eksempel er det vanlig at oppsynsstyret er befolket av tidligere medlemmer av hovedstyret, venner av daglig leder eller en stor eier [Becht et al. 2002]. Ifølge Bøhren og Strøm [2005] har Norge et slags styre bestående av to lag tilsvarende det kontinentale ledelsesstyret og oppsynsstyret, ettersom de ansatte i de fleste store selskaper har rett til å velge egne representanter.

3.3 Innsideeierskap

Denne delen vil vi gå grundigere inn på i kapittel 6, men vi mener likevel det er hensiktsmessig å ta for oss deler av forskningen i dette avsnittet, ettersom det også er en viktig del av styreteorien. Dermed kan dette avsnittet ikke bare fungere som en opplysning om styreteori, men også fungere som en innledning til kapittel 6, *Innsideeiere*.

Styret skal ta stilling til hvilke mekanisme for avlønning, som skal benyttes for ledelsen i selskapet. Som nevnt i innledningen har Adam Smith [1776] kommentert at menneskets natur er slik at mennesket ikke klarer å ta beslutninger like godt på andres vegne som på egne vegne. En mekanisme som kan påvirke dette er bruk av incentivkontrakter. På denne måten vil man oppnå større samsvar mellom principalen og agentens nytte. I styresammenheng vil dette bety at dersom primærinnsidere³⁸ har eierandeler vil de ha økt incentiver til å handle i selskapets interesser [Jensen og Meckling, 1976]. Teori for eierstyring og selskapsledelse argumenterer for at konsentrert eierskap spiller en rolle for gruppering av interessene ved å påvirke principals incentiv og verdien av å overvåke agenten [Shleifer og Vishny, 1986]. Dette kan også overføres til konsentrert innsideeierskap, hvor nettopp denne typen eierskap er mer virkningsfullt enn konsentrert utsideeierskap på grunn av bedre informasjon. Hypotesen om denne typen eierskap er at jo mer konsentrert innsideeierskap selskapet har, desto bedre beslutninger taes. Hovedsakelig på grunn av økonomiske incentiver og overlegen informasjon. Det meste av den empiriske litteraturen innen dette området støtter denne hypotesen, og studier omkring styrets eierinteresser bekrefter at styrets eierskap påvirker lønnsomheten positivt på lave nivåer [McConnell og Servaes, 1990; Shleifer og Vishny,

³⁸ Når vi snakker om innsidere velger vi å bruke Bøhren og Ødegaards brede definisjon; Primærinnsidere er medlemmer av styret eller øverste daglig ledelse, i det videre kalt kun innsidere.

1986; Yermack, 1996]. Yermack [1996] hevder også at andelen av innsideeierskap bør økes. Mye av litteraturen kan oppsummeres gjennom de empiriske funnene Bøhren og Ødegaard [2001b] fant i Norge. Bøhren og Ødegaard [2001b] finner en konkav form med et toppunkt på rundt 50 %, noe som hovedsakelig skyldes to forhold. Ledelsen kan kjøre sitt eget løp dersom eierne ikke er aktive og overvåker. En bedring av lønnsomheten ved innsideeierskap opp til 50 % skyldes at principalens og agentens økonomiske interesser samkjøres jo høyere andel som øverste ledelse eier. Styremedlemmer som eier lite eller ingenting av selskapet har uansett en kostnad knyttet til sitt rykte dersom et prosjekt feiler, men deres nytte ved et eventuelt positivt utfall er begrenset. Derfor vil slike utsidestyremedlemmer være sterkt risikoavers og velge prosjekter med lav risiko og høy sikkerhet. Funn fra Norge [Bøhren og Strøm, 2005] tyder på at verdiskapende styrever har styremedlemmer som har samsvarende interesser som aksjonærene igjennom eierskap i selskapet. Dette har å gjøre med separasjon av eierskap og kontroll, hvor bedre overvåkning fra styret er en viktig del for å kunne redusere agentkostnader. Ettersom styremedlemmene har eierskap i selskapet øker styremedlemmenes incentiver til å overvåke daglig leder, som igjen vil redusere utsideeiere³⁹ sitt behov for overvåkning av styret. For nivåer hvor eierskapet blir for høyt, viser det seg at effekten av eierskap er negativt. Dette kan skyldes at man da har en stor del av formuen i selskapet og man ikke er veldiversifisert. Da reduseres gjerne ønsket og evnen til å støtte seg til risikoprosjekter med muligheter for god inntjening [Bøhren 2005]. For høye nivåer på innsideeierskap vil det også være økte muligheter for ekspropriering av selskapets kapital og utnyttning av minoritetseiere. Ved å kombinere disse to argumentene kommer man fram til den konkave kurven som identifiserer et optimalt nivå av innsideeiere.

Funn fra Norge viser dessuten at styret (ekskludert daglig leder) som gruppe i gjennomsnitt sitter på 6,4 % av egenkapitalen, mens daglig leder i gjennomsnitt har krav på 3,6 % av kapitalen. Dette vil igjen si at ca. 90 % av eierne ikke tar eieransvar, og forblir passiv. Dette betyr at store eiere i stor grad ikke tar del i styret som innsideovervåkere. I denne sammenheng er det klart at å øke innsideeierskap kan være en av mekanismene for ES som det er lettest å gjøre noe med for å påvirke lønnsomheten.

³⁹ Utsideeiere er her eiere som ikke er representert i styret.

3.4 Uavhengighet og informasjonstilgang

En god del forskning tar for seg avveiningen mellom uavhengige og ofte mindre informerte styremedlemmer versus styremedlemmer som er informerte men har et avhengighetsforhold til ledelsen. Kvaliteten på styrets overvåking og støttefunksjon avhenger av kvaliteten på informasjonen som blir brukt. Agentteori foreslår at daglig leder ikke bør være medlem av styret, ettersom det er styret som foretar overvåking av daglig leder. Dermed vil man kunne oppleve en ugunstig situasjon hvor daglig leder overvåker seg selv. Da kan daglig leder skjule sine intensjoner og dermed forfølge egen agenda istedenfor å ha 100 % fokus på selskapets agenda. På den andre siden dersom daglig leder er med i styret blir også ledelsen ansvarlig for selskapets prestasjoner. Ved utelukkelse av daglig leder fra styret kan selskapet oppleve utilstrekkelig kommunikasjon av informasjon som er nødvendig i de viktige beslutningssituasjonene et styre kommer i. Det er nemlig daglig leder som innehar overlegen informasjon om selskapet og dets posisjon i markedet, og ved å bli utelatt fra styret vil man kunne oppleve at denne informasjonen ikke kommuniseres effektivt til selskapets styre. Dermed må selskaper finne en balansegang mellom ufullstendig informasjon ved uavhengige styremedlemmer og god informasjon men en mulighet for at lederen opererer med egen agenda på selskapets vegne. En eventuell skjult agenda kan fort bli vanskelig for de uavhengige styremedlemmene å observere, ettersom de sitter på ufullstendig og utilstrekkelig informasjon. Det skal nevnes at uavhengig av styrets avhengighetsforhold er det styrets jobb å oppsøke og kreve informasjon. Hypotesen er at det er lettere å få fram informasjonen på en hensiktsmessig måte dersom styret består av noen med innsideinformasjon. I dette avsnittet vil vi se på styremedlemmers avhengighetsforhold og dets nettverk.

Det meste av forskningen relatert til styremedlemmer, har vært hvorvidt styremedlemmene er uavhengige eller ikke. I nyere tid har det versert en rekke medieoppslag hvor man kritiserer selskaper med dårlig gjennomsiktighet og kvalitet på overvåkingen, samt uklare avhengighetsforhold. Denne kritikken er ødeleggende for selskapets omdømme og har skapt debatt om egenskaper ved styret og dets effekter. I denne sammenheng argumenterer styrelitteratur for at kvaliteten på overvåkingen fra styret er høyere desto mer uavhengige styremedlemmene er av ledelsen. Når man bruker beskrivelsen uavhengige styremedlemmer, innbefatter dette at det ikke skal være et avhengighetsforhold til selskapet eller selskapet ledelse, det vil si eksterne styremedlemmer. Det er enighet om at effektive styrer bør være besatt med et flertall av uavhengige styremedlemmer [Dalton et al. 1998] Investorer er enda

mer oppsatt på dette, og spesielt gjelder dette institusjonelle investorer og aksjonæraktivister, som argumenterer for at styret bør være besatt utelukkende av uavhengige medlemmer.

Agentteorien påpeker at separasjonen mellom eierskap og kontroll legger forholdene til rette for at ledelsen får for mye makt og dermed er det en fare for at ledelsen bruker selskapets ressurser sub-optimalt. Eventuelt også at ledelsen benytter ressursene til egen vinning. [Jensen and Meckling 1976]. Den potensielle konflikten mellom eiere og ledelsen om kampen for kontroll, gjør det nødvendig å beskytte eierne. I denne sammenheng har styret en hovedoppgave i å overvåke øverste ledelse generelt, og daglig leder spesielt. Ifølge agentteori vil dermed effektive styreverter kun bli besatt av uavhengige styremedlemmer. En slik uavhengighet er nødvendig for at styremedlemmene skal kunne overvåke selskapet uten å føle noen form for press fra den daglige ledelse. I et forsøk på å redusere daglig leders innflytelse over styret har mange land introdusert krav til at et minimum av styret skal være besatt av uavhengige styremedlemmer⁴⁰. Begrunnelsen bak dette er at dersom styremedlemmene er uavhengige og ikke i et avhengighetsforhold til daglig ledelse, så vil styret være mer skikket til å forsvare aksjonærenes interesser. Det er likevel ikke vanskelig å påpeke svakheter ved denne logikken. Styremedlemmer som ikke er tilknyttet selskapet har som sagt ikke den selskaps-spesifikke informasjonen som trengs for å være effektive i sin overvåkning. Det viser seg derfor gjerne at et styre som er uavhengig av ledelsen ikke er like effektive som når ledelsen deltar i styret. Dessuten er det sjeldent at et uavhengig medlem av styret har store økonomisk egeninteresse i selskapet. Det finnes også forskere som hevder at det er mer til menneskets natur, enn at ledelsen ved første mulighet vil berike seg selv ved å ekspropriere eierens ressurser. Stewardship Theory eller forvaltningsteori argumenterer for at forutsetningene om egen nytte ikke robuste. Ledere er til å stole på og er ikke tilbøyelig til å forfordle selskapsressurser til seg selv [Donaldson and Davis, 1991]. Dersom disse argumentene er korrekt vil man kunne ta i bruk flere innsidemedlemmer i styret, noe som

⁴⁰ § 6-1. *Styret*

(1) Selskapet skal ha et styre med minst tre medlemmer. I et selskap som har bedriftsforsamling, skal styret ha minst fem medlemmer.

(2) Styret velger selv sin leder når denne ikke er valgt av generalforsamlingen, jf likevel § 6-37. Styret skal alltid velge sin leder hvis det er avtalt at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling, jf § 6-35 annet ledd.

(3) Daglig leder kan ikke velges til styreleder.

kan resultere i gevinst i form av bedre kvalitet på informasjonen som benyttes som beslutningsgrunnlag.

Det meste av studiene har fokusert på uavhengige styrever. Til dags dato er slike studier sett på med skepsis og den empiriske dokumentasjonen av effekten av uavhengige styremedlemmer er blandet. Således er de empiriske funnene mellom uavhengighet og prestasjon ufullstendig. Forskere som har gått igjennom studier fra USA omkring uavhengighet og prestasjoner av selskaper, konkluderer med at sammenhengen er usikker eller i beste fall tvetydig [Bhagat and Black, 1999]. Likevel har det vært en klar overbevisning, kanskje ubegrunnet, om at uavhengige styremedlemmer vil føre til bedre lønnsomhet. Deler av den empiriske forskningen på området støtter hypotesen om at uavhengige styremedlemmer bedrer styrets prestasjon. Blant annet finner Hermalin og Weisbach [1988] at uavhengige styrever med større sannsynlighet vil avskjedige en dårlig daglig leder og Rosenstein and Wyatt [1990] finner at nyheten om tiltredelse av et uavhengig styremedlem medfører hopp i selskapet aksjepris. En rekke empiriske resultater har også funnet negative sammenhenger, som dermed utfordrer den konvensjonelle oppfatningen innen området. Både Yermack [1996], Agrawal og Knobler [1996], Klein⁴¹ [1998], Bhagat og Black [1999] og Bhagat og Black [2002] finner en negativ og signifikant sammenheng mellom uavhengige styremedlemmer og lønnsomhet. Dette indikerer at det viktigere med godt informasjonsgrunnlag enn uavhengige styremedlemmer. En annen forklaring er at forvaltningsteorien antakelser om mennesket er mer korrekt, og man dermed ikke trenger uavhengige styremedlemmer for å kontrollere ledelsen og unngå ekspropriering. En annen forklaring på hvorfor ledelsen ikke nødvendigvis holder sin selskapsspesifikke informasjon skjult og dermed bidrar positivt og bedre enn uavhengige styremedlemmer, kan relatere seg til situasjoner hvor lederen kan oppnå privat nytte ved å formidle informasjon til de uavhengige styremedlemmene. Et motiv for dette kan gjerne være med tanke på videre karriere i selskapet ved å vise seg tilliten verdig, gjennom å være dedikert til selskapets beste [Raheja 2005]. Etersom styremedlemmer ofte er en kilde til valg av framtidig daglig leder, velger derfor øverste ledelse gjerne å formidle viktig informasjon. Gitt at innsidere foretrekker å støtte daglig leder, vil et høyt antall av innsidere øke incentivet til å informere utsidere ettersom dette vil øke muligheten for videre karriere. På bakgrunn av

⁴¹ Klein 1998 finner at medlemmer av styret som ikke er uavhengige er verdifulle dersom de blir brukt på en riktig måte. Dersom disse innsidene blir brukt til oppgaver hvor de har overlegen informasjon i forhold til uavhengige styremedlemmer, øker verdien på selskapet. Spesielt gjelder dette områder som investering og finansiering komiteer.

dagens forskning, kan man likevel ikke ta bastante konklusjoner ettersom det foreligger stor usikkerhet og sprik i resultatene på dette feltet. Uansett er det mulig å slå fast at forskningen i helhet og over tid ikke har funnet noen signifikante resultater i noen retning. Dette kan indikere at en miks av innsidestyremedlemmer og uavhengige medlemmer er det beste alternativet⁴².

Til nå har vi sett på den mulige verdien av å ha selskapets øverste ledelse og spesielt daglig leder representert i styret. Et annet punkt er ledere som yrkesgruppe i styret og hvilke effekter dette kan ha på lønnsomheten. Styreekspert Arne Selvik ved NHH (AFF) hevder i et intervju med Aftenposten⁴³ at styrene trenger færre ledere, og flere som er økonomisk, politisk og personlig uavhengige nok til å tenke godt over hva som er best for selskapet. Han understreker at ledere i styret er en ubetinget fordel, men at det kan bli for mange av dem. Dette begrunner han med at ledere gjennom de nettverkene de har, er langt mer avhengige av ledelsen i selskapet enn ikke-ledere. Dessuten er det vanskelig for ledere å bytte rolle fra administrasjon til strategisk og kreativ tenkning. En informasjonskilde for styret kommer fra de nettverkene⁴⁴ som styremedlemmene knytter ved å sitte i hverandres styrer. Ettersom det er ledelsen som vanligvis har best informasjon, vil de som sagt også være mest attraktive som styremedlemmer. Dermed kan faktorer som importert lederskap være en viktig måte å skaffe bransjespesifikk informasjon på. Den negative effekten kan være at disse styremedlemmene gjerne har bånd til daglig leder ved at daglig leder er en bransjekollega. Dessuten kan det være at daglig leder sitter i andre styrer. Dette kan være et problem for uavhengighet, men et større problem viser seg å oppstå dersom egen leder blir for opptatt med styrerepresentasjon i andre selskaper. Likevel har Ferris et al. [2003] påvist positiv sammenheng mellom antall styreverv og lønnsomhet.

Styrenettverk som informasjonsmekanisme er forbundet med en sterk signifikant positiv effekt. Den positive effekten ved at daglig leder sitter i selskapets styre mer enn oppveier for

⁴² Norske selskaper har tydeligvis ikke ennå tatt inn over seg denne nye forskningen og stort sett alle de aksjonærvalgte styremedlemmene er uavhengige. Verken Norsk Hydro ASA, Statoil eller DnB NOR har styremedlemmer som har en form for avhengighetsforhold til selskapene. Dette kan tyde på at de kan gå glipp av verdifull informasjon som ledelsen sitter på.

⁴³ <http://www.aftenposten.no/meninger/debatt/article1218101.ece>

⁴⁴ Prinsippet for nettverk er at både direkte og indirekte forbindelser har betydning. Jo mer sentralt, jo høyere nettverksverdi. «Styrken i svake bånd» («the strength of weak ties») av Granovetter, [1973] gir beskrivelse av de forskjeller i muligheter som et godt nettverk gir. For eksempel kan medlemskap i andre styrer gi tilgang til bedriftserfaringer fra et nettverk av bedrifter.

problemet med at rollene kan komme i konflikt. Dette betyr at daglig leder ikke bør sitte i andre selskapers styre, men det er positivt at andre ledere sitter i ditt styre. Hvorvidt daglig leder klarer å skape et godt nettverk uten å sitte i andre selskapers styre er et vanskelig spørsmål, men mye tyder på at daglig leder må finne en avveining mellom økt nettverk gjennom styrerepresentasjon i andre selskaper og tid og krefter benyttet i eget selskap.

Man ser at velfungerende styre også er avhengig av daglig leder. Daglig leder har mye informasjon å komme med og funnene fra Bøhren og Strøm [2005] viser at daglig leder er et verdifullt medlem av styret. Kombinasjon av lederstillinger og styreverv produserer verdifull informasjonsnettverk, som er mer verdt enn kostnaden ved opptatte og lite informerte styremedlemmer. Problemer finner man altså ikke nødvendigvis med travle styremedlemmer, men derimot at daglig leder har lite disponibel tid. Funn tyder nemlig på at daglig leder ikke bør inneha styreplass i andre selskaper da dette trekker fokuset vekk fra eget selskap. Det viser seg på tross av dette at hver tredje daglig leder i gjennomsnitt sitter i styret på et annet børsnotert selskap i Norge. Når det gjelder styrets muligheter til å handle på best mulig informasjonsgrunnlag, viser det seg at daglig leder er utelatt av norske selskapers styre i 70 % av tilfellene [Bøhren og Strøm 2005].

Høye kostnader med informasjonsinnhenting for uavhengige styremedlemmer kan redusere incentivene for å overvåke og granske prosjekter selskapet tar fatt på. Bekreftelse av prosjekter kan være relativt enkelt og billig i selskaper som opererer i stabile markeder hvor man opplever stabile priser, teknologi og hvor informasjonen er lett tilgjengelig. I motsatt situasjon hvor informasjonsinnhenting er forbundet med større kostnader vil man gjerne finne at styret må bestå av flere avhengige styremedlemmer [Raheja 2005]. Raheja [2005] sin forskning påpeker dessuten at det optimale antall representanter fra utsiden av selskapet øker når den private nytten til innsidere øker. Det vil si at uavhengige styremedlemmer er mest hensiktsmessig når sannsynligheten for ekspropriasjon øker. Derimot vil den optimale andelen av innsidere i styret være høy for veldig lave verdier av personlig nytte. Man bør altså bytte ut styremedlemmer fra innsiden med representanter fra utsiden dersom muligheten for ekspropriasjon og private fordeler er stor [Raheja 2005]. De mest effektive styrene finner man således i selskaper hvor utsideeier har relativt lave kostnader forbundet med vurdering av prosjekt, og i selskaper med mindre muligheter for private fordeler ved valg av dårlige prosjekter for innsidere.

3.5 Beslutningsevne – design av styre

For å løse oppgavene som styret er satt til og er ansvarlige for, må styret som et team samarbeide og komme fram til beslutninger på en effektiv måte [Fama, 1980]. Det optimale styredesignet maksimerer da sannsynligheten for at flertallet i styre vil stemme mot dårlige prosjekter og erstatte dem med prosjekter av høyere verdi. Hvis disse beslutningene er gode og effektive, vil dette igjen føre til større sannsynlighet for at selskapet presterer godt og aksjonærenes verdier maksimeres. Dersom beslutningene derimot er sub-optimale som et resultat av at beslutningstakerne ikke er sammensatt på hensiktsmessig måte, vil selskapet presterer dårligere. Dermed er sammensetningen og designet av styret avgjørende for styrets evne til å ta gode beslutninger. Styrets evne til å ta gode og effektive beslutninger er en måte å måle styredesignets kvalitet. Man forventer at dårlig evne til å ta beslutninger fører til dårlig lønnsomhet og omvendt. I denne sammenhengen vil det igjen være et avveiningsspørsmål. Skal styret være stort og mangfoldig slik at all informasjon og alle løsninger/alternativer kommer frem, eller bør det være lite og mer homogent slik at beslutningene taes hurtig og enkelt.

Hypotesen er at store styrer, høyere aldersspredning, sammensetning av både kvinner og menn med spredt kulturell bakgrunn og ansattevalgte i styret vil gi mangfold og best beslutningsgrunnlag i styret. På den annen side kan man ved utbredt mangfold også oppleve at beslutningsprosessen blir ineffektiv. Da kan man risikere å ende opp med sub-optimale løsninger i et forsøk på å tilfredsstille alle de forskjellige styremedlemmene. Ved homogen sammensetning av styret kan man derimot oppleve samkjøring og større grad av enighet. En vanlig oppfatning i denne sammenheng er at desto mer likt styremedlemmene tenker, desto enklere og bedre blir beslutningsprosessen i styret. Temaet om styresammensetning er således kontroversielt og mye debattert. Dette kan sies å spesielt gjelde Norge, hvor likehetsfølelsen er stor. I sammenheng med denne debatten er det også blitt tatt opp hvem styremedlemmene egentlig skal representere. Det er klart at styret representerer aksjonærene, men enkelte har også utvidet definisjon av aksjonærverdi, til også å ta hensyn til andre interessenter. Bøhren og Strøm [2005] har således tatt for seg temaet og gjort undersøkelser med fokus på styrets design i sammenheng med andre mekanismer som påvirker ES. Deres forskning er blant de første i sitt slag til å undersøke slike sammenhenger, og de benytter et datagrunnlag som er meget unikt sammenlignet med andre studier. Datagrunnlaget om eierskap er bearbeidet, men råmaterialet stammer fra Verdipapirsentralen for Oslo Børs i

perioden 1989 til 2002. Dette medfører at tidsserien er meget lang etter internasjonale standarder. Dermed gir studiet et godt og unikt innblikk i styredynamikk over et lengre tidsperspektiv. Bøhren og Strøm [2005] identifiserer en rekke faktorer man forventer påvirker beslutningsevnen til styret; *I*) størrelse, *II*) demografi, *III*) representanter av ansatte i styret. Vi vil nå ta for oss disse faktorene i de kommende punktene.

3.5.1 Størrelse

Litteraturen diskuterer to hovedproblemer når det gjelder optimal størrelse av styret. Disse problemene relaterer seg til økte problemer med kommunikasjon og koordinasjon ved økende størrelse på styret. Hvis svekket kommunikasjon og koordinasjon var den eneste konsekvensen av et stort styre vil man forvente at selskaper justerer størrelsen mot det optimale. På den andre siden kan et større styre medføre mer heterogenitet i vurderingene til styret, og dette mangfoldet kan være en verdifull egenskap ved styret. Beslutningene kan da bli tatt på et bedre grunnlag [Cadbury, 2002]. Dermed vil det være en avveining mellom beslutningsdyktighet og informasjonsverdi når styrets størrelse øker. Avveiningene relaterer seg ofte til de negative effektene som et stort styre har og de positive effektene. Den negative effekten relaterer seg som sagt til det faktum at et stort styre gjerne forlenger tiden det tar å fatte beslutninger, ettersom representantene gjerne må forhandle seg imellom for å bli enige. Den positive effekten ved et stort styre relaterer seg som nevnt tidligere til at man vil få et større mangfold. Større mangfold kan være positivt ved at ny kunnskap, ideer og informasjon kan komme selskapet til gode.

Yermack [1996] og Eisenberg et al [1998] finner i sin forskning beviser for at selskapets prestasjon avtar med størrelsen på styret. Dette er konsistent med den teoretiske prediksjonen til Gjølberg og Nordhaug [1996], som argumenterer for at et nytt styremedlem kun er verdifullt dersom det nye medlemmet kommer med ny kompetanse og innsikt. På et punkt vil denne kvoten være oppfylt, og dermed kan det ekstra styremedlemmet bli en belastning istedenfor ressurs. Selskapets prestasjoner vil da lide ved at et større styre reduserer fleksibiliteten og besluttsomhet til styret. Et lite styre er således bedre enn et stort, noe som er indikert av forskning [Yermack, 1996]. Et annet forhold som kan forklare resultatene, men som det i liten grad er kontrollert for, er effektene av ansvarsfraskrivelse ved store styre. Dersom styrene består av mange medlemmer vil man lettere kunne komme seg unna med å

ikke ha gjort jobben sin skikkelig. Dermed kan det bli en pulverisering av ansvar når styrene blir for store. Dette kan medføre til at ledelsen får mer makt og kontroll over selskapet.

Dersom vi igjen velger å se til Norge er den gjennomsnittlige størrelsen på et norsk styre er 6 medlemmer. Dersom man også ignorerer representantene som er valgt av ansatte, er styrene i snitt kun besatt av 5 medlemmer. I fra et internasjonalt perspektiv er norske styrer meget små, ettersom man andre steder i verden gjerne finner styrer som i gjennomsnitt har mellom 10 og 13,5 styremedlemmer⁴⁵. Det optimale antallet styremedlemmer avhenger fra situasjon til situasjon, men i snitt bør et norsk styre innholde 5 medlemmer. Bøhren og Strøm [2005]

3.5.2 Demografi

Når vi her bruker betegnelsen demografi, viser vi til sammensetningen av kjønn og alder i styret. Kjønnsspørsmålet opptar flere, alt fra bedriftsledere til politikere og kvinnebevegelsen. Man kan hevde at debatten er uinteressant eller suspekt siden den baserer seg på vanskelige målbare sammenhenger og mye synsing. Likevel er det naturlig å ta med et punkt når man ser hvor mye medieomtale kvinnekvotering har fått. En naturlig utvikling er at et selskap med mange kvinnelige medarbeidere før eller senere vil få mange kvinner i lederposisjoner. Ettersom lederne ofte er potensielle styrekandidater vil også denne andelen øke når den naturlige utviklingen går sin gang. Det viser seg at andelen kvinner som starter på høyere utdanning i dag er høyere enn menn, og andelen kvinner i arbeidslivet er økende⁴⁶. Dessuten viser det seg også at kvinner gjør viktige framskritt på karrierestigen, og man finner stadig flere kvinner i lederposisjoner. Enkelte rapporter indikerer likevel at det er hindringer i veien når kvinner skal klatre på ”karrierestigen”. Disse hindringene blir gjerne referert til som ”glasstak”⁴⁷. Dette kan relatere seg til barrierer kvinnen må overkomme som

⁴⁵ Wymeersch [1998 side 1105-1109] rapporterer at det gjennomsnittlige styret i Stor-Britannia er 10,07, 12, 05 i Frankrike, 10,44 i Belgia, 12,00 i Italia og 6,54 i Nederland. Det gjennomsnittlige tyske oppsynsstyret har 13,25 medlemmer [Hopt, 1998 side 248] mens Carter og Lorsch [2004] finner at i USA har gjennomsnittet gått ned fra 16 til 12 styremedlemmer.

⁴⁶ For blant annet Universitetet i Bergen er i dag andelen kvinner klart størst og relativt stabil. Andelen kvinner i fra og med 2002 til og med 2005 fordeler seg som følger; 2002: 61,30 % 2003: 60,78 % 2004: 59,97 % og 2005: 60,19 %. [<http://dbh.nsd.uib.no/dbhvev/>]

⁴⁷ Kvinner som ønsker å gjøre karriere møter glasstaket. Begrepet glasstak kommer fra amerikansk feministisk organisasjonslitteratur. Glasstakene er usynlige og synlige, ubevisste og bevisste barrierer som hindrer kvinnene å nå til topps på arbeidsplassen. Det kan være kvinnene selv og/eller mennene som setter disse barrierene. Barrierene kan være alt fra direkte diskriminering til utilsiktede praksiser som fører til at det blir få kvinner i ledelsen. Dette kan være hierarkisk oppbygging av organisasjonen og den rådende organisasjonskulturen. [<http://likestilling.ravn.no/undertema.html?id=51&printver=1>]

hensyn til familie eller det faktum at enkelte hevder kvinner ikke er tøffe nok i sin håndtering av problemstillinger som oppstår i næringslivet. Kvinners lederstil er blant annet blitt undersøkt, og det er funnet beviser for at kvinner gjennomgående praktiserer en mer demokratisk lederstil enn menn [Eagly og Johnson 1990, Shrader et al 1997]. I dag er det en naturlig innfasing av kvinner i viktige lederstillinger i selskaper. Spørsmålet er om denne naturlige innfasingen av markedet for kompetente kvinnelige ledere virker etter sin hensikt, og hvor lang tid prosessen vil ta. I denne sammenheng har Norge og andre land med stort fokus på likhet og frihet, bestemt at man vil øke hastigheten på markedets naturlige innfasing. Derfor har Norge, som et foregangsland, innført en rekke reguleringer i markedet, for å sikre kvinnelig representasjon i norske selskaper. Den norske stat har stor tro på mangfoldet og innførte kjønnskvolterering i styrene fra 1/1 2006⁴⁸. Bakgrunnen er at regjeringen anser den lave kvinneandelen i styrene som uheldig, og finner det helt nødvendig å legge til rette for en samfunnsutvikling som anerkjenner og gjør bruk av begge kjønns kompetanse. Med de nye reguleringene vil samfunnet i motsetning til dagens situasjon være flinkere til å benytte seg av den ressursen kvinners kompetanse utgjør. Reglene og reguleringene⁴⁹ innebærer økt likestilling og demokrati, og forhåpentligvis en styrket ledelse i næringslivet og økt konkurransekraft for selskapene.

⁴⁸ På bakgrunn av manglende rekruttering av kvinner til private styrer gikk regjeringen Bondevik-II inn for lovpåbudt kvotering i styrene den 7. mars 2002. Fra 1. januar 2004 ble selskapslovgivningens regler om styresammensetning for alle offentlig eide foretak endret, det vil si statsaksjeselskaper, statsallmennaksjeselskaper, statsforetak, enkelte særlovselskaper, samt for interkommunale selskaper. Det gis regler om kjønnsrepresentasjon, som krever at det blant styremedlemmene i disse selskapene skal være et minimumsantall av hvert kjønn, tilnærmet 40 prosent. For allmennaksjeselskaper med private eiere foreslås tilsvarende selskapsrettslige regler om kjønnsrepresentasjon. Regjeringen har besluttet at reglene om kjønnsrepresentasjon for de privat eide allmennaksjeselskapenes del, ikke skal settes i kraft dersom den ønskede kjønnsrepresentasjonen oppnås frivillig i løpet av 2005. På tross av trusselen om lovpåbudt kjønnskvolterering til styrene i 2005, har altså de siste års generalforsamlinger i liten grad ført til bedre kjønnsbalanse. 1. juli 2005 var fristen for norske allmennaksjeselskap (ASA) til å nå 40 prosent kvinner i styrene. Kun 17 prosent av foretakene oppfyller kravet til eiervalgte styrerepresentanter og 45 prosent oppfyller kravet til de ansatte valgte styrerepresentantene. Regjeringen har vedtatt at reglene om kjønnsrepresentasjon i allmennaksjeselskapene (ASA) skal tre i kraft fra 1. januar 2006. Allmennaksjeselskap som er stiftet før denne tid får to år på seg før de må oppfylle kravene til kjønnsrepresentasjon. [<http://odin.dep.no/bld/norsk/tema/likestillingnytt/makt/kjonnsbalanse>]

⁴⁹ § 6-11a. *Krav om representasjon av begge kjønn i styret.*

- (1) I styret i allmenneaksjeselskap skal begge kjønn være representert på følgende måte
 - a. Har styret to eller tre medlemmer, skal begge kjønn være representert
 - b. Har styret fire eller fem medlemmer, skal hvert kjønn være representert med minst to
 - c. Har styret seks til åtte medlemmer, skal hvert kjønn være representert med minst tre

Fram til nå har menn dominert styrene i private bedrifter. Likevel var det i perioden 1999 til 2003 en klar økning. Da økte kvinneandelen fra 6 % til 10. I allmennaksjeselskapene, som utgjør de mest sentrale og største selskapene i norsk næringsliv, hadde kvinner 2,8 prosent av styreledervervene i 2003. Den samlede kvinneandelen i styrene i statsforetak og statsaksjeselskap var på 45,7 prosent i 2003⁵⁰. Andelen av kvinner i norske styre økt fra rundt 6 % i 2000 til 22 % i 2005, men det er fremdeles en del igjen før man oppfyller kravet om minst 40 % representasjon av hvert kjønn innen 1/1 2008.

Kjønn og alder kan være en mulig måte å skape mangfold, uten at man nødvendigvis øker antallet styremedlemmer. Kvinneandel er et uttrykk for mangfold i styret, som er positivt ifølge ressursbaserte teorier. Carter et al. [2003] lister i denne sammenheng opp fem positive argumenter fra et "business perspektiv" om hvorfor kvinner bør inkluderes mer i toppen av næringslivet generelt og i styrene spesielt. I all rettferdighet er det kvaliteten på kompetansen og evnen til å samarbeide som bør verdsettes når man ansetter, og ikke hvilket kjønn kandidaten har. Argumentene som taler mot er mer diversifisert styresammensetning er de samme som under styrets størrelse. Det argumenteres for at den marginale kostnaden ved redusert beslutningsdyktighet er større enn den marginale nytten ved mer informasjonstilgang og heterogen tenkemåte. Dersom man sikter mot et mer diversifisert sammensetning av styret, og det er kun mannlige kandidater som er styremedlemmer, vil utvelgingen av styremedlemmer kun bli basert på den mannlige andelen av de kvalifiserte. Dette betyr at kvaliteten på utvalget i snitt vil bli lavere enn dersom hele kvinnebasen også er med [Smith et al. 2005].

Forskning på styresammensetning indikerer at kvinner, avhengig av kvalifikasjoner, er foretrukket over menn i kommisjoner hvor de representerer selskapet utad. Dette har med de antatte karakteristika av en kvinne som forståelsesfull, hensynsfull og/eller samvittighetsfull. Bilimoria og Piderit [1994] undersøkte 175 kvinner og 3940 mannlige styremedlemmer i store selskaper og fant at kvinner i hovedsak satt på mindre prestisjefylte og "lette" kommisjoner. Studien viste også at de kvinnelige styremedlemmene i snitt satt i like mange styre som mennene, og var bedre kvalifisert enn deres mannlige motpart. Dermed kan det se ut som om det fremdeles er skepsis til kvinner som styremedlemmer, og det er kun kvinnene

⁵⁰ <http://likestilling.ravn.no/undertema.html?id=51&printver=1>

som er vesentlig bedre kvalifisert enn sine mannlige motkandidater som kommer igjennom nåløyet.

Når det gjelder sammenhengen mellom kvinner i styrer og selskapet prestasjoner, er det få studier med sikre resultater. De empiriske funnene rundt kjønn er tildels ufullstendige og spriker i forskjellig retninger. Sharder et al. [1997] finner en negativ sammenheng mellom kvinnelige ledere og prestasjon. De analyserer de 200 største amerikanske selskapene ved å se på sammenhengen mellom kvinneandel og lønnsomhetsmål som totalrentabilitet og egenkapitalrentabilitet. De finner ingen signifikant positiv sammenheng mellom kvinnelige styremedlemmer og selskapers prestasjoner. Resultatene viser derimot signifikante negative sammenhenger i enkelte tilfeller. Shrader et al. [1997] finner også at kvinner i styrer reduserer verdiskapning. Kun få studier er blitt foretatt utenfor USA på dette feltet, men det finnes noen fra Skandinavia. Du Rietz og Henrekson [2000] analyserer selskapsprestasjon og kvinner i styrene på et utvalg svenske data. De finner at dersom man ikke kontrollerer for selskapsstørrelse og sektor vil selskaper med kvinner i styre prestere dårligere. Dersom man derimot kontrollerer for størrelse og sektor er det ikke mulig å bekrefte funnene. Ifølge Bøhren og Strøm [2005] velger de ansatte kvinner som representanter 5 ganger hyppigere enn eierne igjennom generalforsamlingen selv. De finner for sin undersøkelsesperiode at andelen kvinnelige styremedlemmer øker signifikant gjennom hele perioden og spesielt etter 1995. Det vil si det foregår en substitusjon av mannlige medlemmer med kvinnelige ettersom styrene i Norge har en relativt stabil størrelse over tid. Andelen av kvinnelige styremedlemmer er omtrentlig 3 ganger høyere i slutten av perioden enn det den var i begynnelsen. Resultatene til Bøhren og Strøm [2005] fra Norge viser dessuten en signifikant negativ sammenheng mellom kvinner i styrene og prestasjon.

Kochan et al. [2003] finner ingen sammenheng mellom kjønnsdiversifisering i ledelsen og selskapsprestasjon i amerikanske selskaper. Carter et al. [2003] finner derimot en signifikant positiv effekt av kvinner og minoriteter i styret etter å ha kontrollert for andre faktorer som kan påvirke prestasjonene til selskapet. Ved å bruke de 2500 største danske selskapene over perioden på 1993 til 2001 undersøker Smith et al. [2005] sammenhengen mellom selskapers prestasjoner og kvinnelig daglig leder, og selskapers prestasjoner og kvinnelige styremedlemmer. Konklusjonen er tvetydig og avhenger blant annet av måletallene som benyttes og andel kvinner i ledelsen og styrene. Funnene viser at de positive effektene hovedsakelig stammer fra om kvinnelige ledere og styremedlemmene har en universitetsgrad

eller ikke. Daglig leder som ikke har høy utdanning viser seg å ha en mye mindre eller ikke-signifikant effekt på prestasjonen. Foruten disse kan også Catalyst [2004] og Adler [2001] vise til funn som støtter en positiv sammenheng mellom høy kvinneandel og prestasjoner av selskaper.

Det er vanskelig å finne et klart svar på om kvinner vil føre til en bedre eller dårligere drift og lønnsomhet i selskaper. Når man ser at kjønnsforskjeller kan være inverst knyttet til prestasjon tyder dette på at homogene og små team er overlegne i forhold til store og mangfoldige. En annen forklaring kan være at kvinner ikke har vært lenge nok i toppledelsen og i styrerepresentasjon til å ha en stor innvirkning på selskapet [Sharder et al. 1997]. Når vi snakker om kvinner som noe negativt er det ikke kvinnene ”per se”, men hvorvidt heterogene styrer er bedre enn homogene. Om kvinner er bedre enn menn er et helt annet tema. Dette er likevel vanskelig å undersøke nærmere, da det i dag ikke er tilstrekkelig med styrer som er klart dominert av kvinner.

3.5.3 Ansatte i styret

I tillegg til at aksjeloven krever minst 40 % representasjon av hvert kjønn, er det en annen regulering som er spesiell for Norges del. Dette er den lovbestemte retten ansatte i selskaper med over 200 ansatte har til selv å velge 1/3 av styret. Retten for ansatte til å velge representanter til styret er fastsatt gjennom aksjeloven⁵¹. Det viser seg at 42 % av selskapene på OBX har ansatte i styret, mens det i gjennomsnitt sitter en ansatte i hvert styre. Undersøkelser viser dessuten at andelen norske selskaper som har ansatte i styret ble redusert i perioden 1989 til 2002 fra 50 % til under 40 % [Bøhren og Strøm, 2005]. Det går an å spekulere i mulige årsaker til dette. Det kan være at en høyere andel av selskapene nå er fritatt reguleringen som gir selskapets ansatte rett til representasjon i styret. Fritak kan for

⁵¹ § 6-4. *Ansattes rett til å velge styremedlemmer*

- (1) Når et selskap med flere enn 30 ansatte ikke har bedriftsforsamling (jf § 6-35), kan et flertall av de ansatte kreve at ett styremedlem og en observatør med varamedlemmer velges av og blant det ansatte.
- (2) Når et selskap med flere enn 50 ansatte ikke har bedriftsforsamling (jf § 6-35), kan et flertall av de ansatte kreve at inntil en tredel og minst to av styrets medlemmer med varamedlemmer velges av og blant ansatte.
- (3) Når et selskap har flere enn 200 ansatte og det er avtalt at selskapet ikke skal ha bedriftsforsamling (jf § 6-35 annet ledd), skal de ansatte velge ett styremedlem med varamedlem eller to observatører med varamedlemmer i tillegg til den representasjon som følges av annet ledd.

eksempel være resultater av at nye selskaper på OBX typisk er små og/eller at børsen i dag er preget av et større antall holdingsselskaper enn hva som var tilfelle tidlig i perioden 1989-2002.

Ettersom ansatte er naturlige interesser i selskapet med kontraktsmessig rettigheter på selskapets kontantstrømmer, anbefaler løsningen på ”hold up” problemet⁵² at delt kontroll med ansatte kan føre til økte selskaps-spesifikk investeringer og dermed fordeler for eierne [Becht et al 2003]. Likevel kan ansatte ha andre mål enn eiere, som jobbsikkerhet og velferd. Dette kan medføre at ansatte er tilbøyelig til å godta prosjekter som øker deres sannsynlighet for å få utbetalt lønn og sikrer deres arbeid, istedenfor å støtte opp om prosjekter med avkastning basert på rasjonelle nåverdianalyser foretatt av eierne. Ansatte velger heller et sikkert prosjekt med lav nåverdi enn et prosjekt med høyere nåverdi men med større risiko. Dette kan være en effekt av at ansatte er risikoaverse og lite diversifisert, ettersom store deler av deres fremtidige inntekt og formue er relatert til selskapet. I utgangspunktet er det eier som skal diversifisere sin formue, og vil dermed selv velge å forvalte sin kapital slik at han oppnår den ønskede risikoeksponeringen. Dersom selskapet begynner å diversifisere lokalt kan dermed balansen bli sub-optimal, ved at både eier og selskap diversifiserer. Det er dessuten ofte billigere for eier selv å diversifisere istedenfor at selskapet gjør det for eier. Det at ansatte involverer seg i styret i selskapet kan også forventes å gi positive effekter, som for eksempel mer direkte informasjon, bedre samarbeidsforhold og motivasjon eller rimeligere krav fra fagforeninger som nå har bedre innsikt i den økonomiske og strategiske posisjonen.

Bruken av styremedlemmer som representanter for ansatte viser seg å være negativt knyttet til prestasjon. Dette resultatet støttes av teoretiske argumenter og empiriske funn fra Tyskland og Canada om at ansatte ved styrerepresentasjon får fordeler på bekostning av eiere og kreditorer. Falaye et al [2004] setter også tvil ved en eventuell positiv sammenheng mellom representanter for ansatte i styret og interessefelleskap mellom eiere og ansatte. Han hevder at det virker som om den økte makten de ansatte oppnår ved å ta del i styret fører til beslutninger som i økende grad bare kommer en minoritet av interessentene til gode. Denne

⁵² ”Hold up” problemet handler om faren om å bli utnyttet av partner etter å ha låst seg siden det er vanskelig å lage kontrakter på alle mulige forhold. Dermed kan tidligere investeringer ansees som irrelevante i framtidige forhandlinger om gevinster. Derav kan den ene part få en høyere andel av gevinsten enn hva investeringen skulle tilsi, derav ”hold up” eller ”ran”.

minoriteten er således de eksisterende ansatte. Selskaper hvor ansatte utøver en betydelig deltakelse og kontroll har derfor en tendens til å underinvestere i kapitalmidler. De benytter gjerne mindre ressurser på selskapsspesifikke investeringer som forskning og utvikling, og tar lavere risiko. Dette materialiserer seg i lavere produktivitet og mindre vekst i salg og arbeidsstokk. FitzRoy og Kraft [1993] finner at eierne har store kostnader i form av redusert produktivitet, som mest sannsynlig skyldes økt jobbsikkert og immobilitet ved delt kontroll og beslutningsmyndighet. Et resultat kan bli tapt konkurransedyktighet ved at selskapet får problemer med å henge med i den teknologiske utviklingen bransjen opplever. Disse resultatene viser at de ansatte med for mye kontroll dermed vil tvinge porteføljediversifisering inn i selskapets finansavdeling. Også Bøhren og Strøm [2005] finner en signifikant negativ sammenheng på alle undersøkelsesnivåer.

Appendiks – Diskusjon og forklaring av norske funn med hensyn på styret.

Når vi gjennom kapittel 3 har referert til norske funn handler dette i all hovedsak om forskningen som har foregått ved ”Corporate Governance” – prosjekt ved BI med støtte fra Norges Forskningsråd. I selve styretredningen har vi unngått å fokusere kun på norske forhold for å få et mer nyansert internasjonalt overblikk. I dette appendikset vil vi gå noe grundigere igjennom resultatene som er kommet fra Norge, og kommentere dem ytterligere. Tabellene under er hentet fra Bøhren og Strøm [2005] og gir en oppsummering av deres signifikante resultater.

Tabell A. Definisjoner på variablene som er brukt i undersøkelsen.

Variable	Definition
<i>Alignment</i>	
Directors' holdings	Fraction of equity owned by the board of directors
CEO holdings	Fraction of equity owned by the firm's CEO
Ownership concentration	Measured by the Herfindahl index, which is the sum of squared equity fractions across all the firm's outside owners
Three largest owners	Fraction of equity held by the firm's three largest owners
Independence	The average tenure of the non-employee directors minus the tenure of the CEO
Board tenure	The average tenure of non-employee directors
CEO tenure	The number of years since the CEO took office
Chair tenure	The chairman's tenure
<i>Information</i>	
CEO director	Dummy variable which equals 1 if the CEO is a member of his company's board and zero otherwise
Exported CEO	The number of outside directorships held by the firm's CEO
Imported CEO	The proportion of CEOs from other companies on the board
Outside directorships	A director's average number of outside directorships
Network	Information centrality as defined in footnote 2.2
<i>Decisiveness</i>	
Size	The number of directors
Size1	The number of non-employee directors
Gender	The proportion of female directors
Gender1	The proportion of female directors in boards without employee directors
Board age dispersion	The standard deviation of board age
Number of employee directors	The number of employee directors
Employee directors	The fraction of employee directors, measured as the number of employee directors divided by the number of directors
<i>Controls</i>	
Firm size	The natural logarithm of accounting income
Industry	GICS industry classification code
Risk	The firm's equity beta, estimated as the standardized covariance with the OSE total index, using daily stock returns data over the past two years
<i>Performance</i>	
Q	Tobin's Q; market value of assets divided by its book value

Bøhren og Strøms [2005], Aligned, informed, and decisive: characteristics of value-creating boards, tabell 2 på side 9.

Definisjonene av variablene er i de fleste tilfeller relativt enkle måletall, som man kan lese rett ut av tabell A. Bøhren og Strøm [2005] har brukt måletall som er allment anerkjente og aksepterte innen styreforskning. De definisjonene av måletallene som er verdt å kommentere i styresammenheng er uavhengighet og nettverk, mens definisjon og diskusjon til Q henviser vi til kapittel 7 som blant annet omhandler kritikk av empiri. Den vanlige definisjonen på uavhengighet vil være styremedlem uten forretningsmessige eller familiære bånd til daglig leder. Etersom Norge har to karakteristika knyttet til styre, nemlig det faktum at daglig leder ikke kan være styreformann og at det er uvanlig at han sitter i styret, velger Bøhren og Strøm 2005 å benytte et annet måletall. Dette er utledet av Hermalin og Weisbach [1998] og går som følgende. $Uavhengighet = \text{Gjennomsnittet av aksjonærvalgetes fartstid} - \text{daglig leders fartstid}$. Jo høyere verdi, jo mer uavhengig er styret. For å fange opp verdien av nettverkene bruker forfatterne ”information centrality” konseptet utviklet av Wasserman og Faust, [1994] fra nettverksanalyser i sosial sammenheng. Ved å utvikle en matris av avhengighetsforhold kan man regne ut verdien av nettverket. Dette konseptet fanger opp både direkte og indirekte sammenhenger og behandler hvert nettverk unikt.⁵³

⁵³ En formell definisjon og utregning av nettverk vil være teknisk vanskelig og unødvendig i denne sammenheng. For nærmere detaljer se Wasserman og Faust, [1994] eller Bøhren og Strøm, [2005] sin gjengivelse av Wasserman og Faust sitt arbeid i fotnote i avsnitt 2.2 Information

Tabell B. Oppsummerende statistikk for styredesign mekanismer i alle ikke-finansielle selskaper notert på Oslo Stock Exchange 1989 – 2002.

Variable	Mean	Stdev	Median	Min	Max	N
<i>Alignment</i>						
Directors' holdings	0.064	0.190	0.000	0.000	1.000	1861
CEO holdings	0.036	0.140	0.000	0.000	1.000	1865
Ownership concentration	0.176	0.201	0.111	0.003	1.000	1784
Three largest owners	0.498	0.220	0.478	0.047	1.000	1735
Independence	-0.301	2.110	0.000	-12.857	10.333	2205
Board tenure	1.886	1.695	1.500	0.000	11.333	2204
CEO tenure	2.161	2.445	1.000	0.000	16.000	2205
Chair tenure	1.874	2.321	1.000	0.000	16.000	2205
<i>Information</i>						
CEO director	0.296	0.457	0.000	0.000	1.000	2207
Exported CEO	0.348	0.747	0.000	0.000	6.000	2207
Imported CEO	0.281	0.538	0.000	0.000	4.000	2207
Outside directorships	0.536	0.547	0.400	0.000	4.333	2207
Network	0.184	0.077	0.203	0.069	0.320	2207
<i>Decisiveness</i>						
Size	6.024	1.961	6.000	2.000	15.000	2207
Size1	5.087	1.330	5.000	2.000	15.000	2207
Gender	0.047	0.097	0.000	0.000	0.556	2207
Gender1	0.034	0.090	0.000	0.000	0.667	2207
Board age dispersion	8.004	3.163	7.789	0.000	21.920	2207
Number of employee directors	0.938	1.206	0.000	0.000	4.000	2207
Employee directors	0.123	0.155	0.000	0.000	0.500	2207
<i>Controls</i>						
Firm size	13.313	2.029	13.074	5.366	23.006	1635
Risk	0.772	0.657	0.709	-0.994	8.127	1733
<i>Performance</i>						
Q	1.482	1.105	1.138	0.361	9.465	1678

The table shows descriptive statistics for the board mechanisms, the control variables, and the performance measure. The board mechanisms are classified according to their primary function (interest alignment, information provision, and decisiveness) as discussed in section 2. The variables are defined in table 2.

Bøhren og Strøms [2005], Aligned, informed, and decisive: characteristics of value-creating boards, tabell 1 side 9.

Tabell B organiserer funnene fra Norge i de hovedpunktene som vi på norsk har kalt innsideeiere (alignment), kontrollkvalitet versus informasjonsverdi (information), og heterogenitet versus beslutningsdyktighet (decisiveness) i styret. Vi velger å fokusere på de faktorene som gir flest signifikante resultater, jamfør tabell C. Ettersom innsideeierskap (directors' holdings og CEOs holdings) øker styremedlemmenes incentiver til å overvåke daglig leder, vil en relativt høy andel være fordelaktig. Ifølge tabell B er styremedlemmene korrigert for daglig leders eierandel (directors' holdings) som en gruppe i gjennomsnitt 6,4 % av egenkapitalen, mens daglig leder har i gjennomsnitt krav på 3,6 %. Ettersom den resterende topledgruppen kun har små andeler i selskapene de styrer, vil primærinnsidere

sitte på 10 % av egenkapitalen. Dette kan sies å være lavt, og inneholder ett betydelig forbedringspotensial.

Når det gjelder uavhengighet (independence), i dette tilfellet målt som den gjennomsnittlige tiden styremedlemmene sitter i styret minus daglig leder fartstid, vil mindre samhandling og tid i samme styre være bedre for uavhengigheten. Resultatene viser at gjennomsnittlig har daglig leder en fartstid som på 2,2 år, mot styremedlemmenes 1,9 år. Når det gjelder styrets informasjonsfunksjon, ser vi at daglig leder ikke sitter i styret (CEO director) i 70 % av tilfellene, men det viser seg at hver tredje leder sitter i et annet selskaps styre (exported CEO). Nettverk (network) er mye brukt i næringslivet og det viser seg at 66 % av selskapene på OBX har minst en direkte link til andre styremedlemmer igjennom overlappende styreverv. Det vil si at 1/3 av selskapene har styrer som ikke inneholder noen styremedlemmer med styreverv eller lederstillinger i andre børsnoterte selskaper.

I den tredje delen av tabellen fokuseres det på beslutningsdyktighet. Ettersom arbeidstakere i store norske bedrifter har rett til styrerepresentasjon, opererer man med to størrelser på styret, med (size) og uten (size1) ansattes representanter. Det gjennomsnittlige styre har 6 representanter og 5 dersom vi ekskluder ansattes representanter. Videre kan det nevnes at tallene for de 25 % største styrene har et snitt på cirka 8,8 medlemmer og er relativt stabil over tid. Andelen kvinnelig styremedlemmer (gender) øker signifikant med størrelsen på styret, og det er også en signifikant økning i antall over tid. Spesielt gjelder dette etter 1995. Det viser seg at 42 % av utvalget har ansatte (employee directors) i styret. Denne andelen avtar fra 50 % første del av perioden til mindre enn 40 % i slutten. Noen grunner kan være at en høyere andel av selskapene er i unntatte industrier, at det har vært en økning i små selskaper notert på børs, eller at en større andel av selskapene på børsen er organisert som holding selskaper. Når de ansatte er representert i styret har de mellom 1 og 4 representanter.

Tabell C – Selskapsprestasjon forklart ved styredesign mekanismer, estimert på 4 forskjellige måter.

Variable	Fixed effects			Pooled
	GLS	GMM	GMMdyn	OLS
<i>Alignment</i>				
Directors' holdings	0.507	0.924*	1.076**	1.896**
Directors' holdings sqrd	-0.414	-0.712	-0.905*	-1.433**
Ownership concentration	0.283	0.192	0.096	-0.635**
Independence	-0.014	-0.011*	0.000	0.000
<i>Information</i>				
CEO director	0.058	0.081*	0.026	-0.006
Exported CEO	-0.026	-0.030	-0.022	-0.069*
Imported CEO	-0.052	-0.055	-0.263	-0.080
Network	1.621**	1.385**	1.144**	2.002**
<i>Decisiveness</i>				
Size	-0.077**	-0.053**	-0.063**	-0.029
Gender	-0.808**	-0.626**	-0.494**	-0.224
Board age dispersion	0.002	0.000	-0.001	-0.011
Employee directors	-1.252**	-1.061**	-0.911**	0.309*
<i>Past performance</i>				
Tobin's <i>Q</i> lagged			0.095*	
<i>Controls</i>				
Firm size	-0.056**	-0.036**	-0.028*	0.000**
Risk	0.025	-0.002	-0.020*	-0.098**
<i>N</i>	1510	1502	1283	1510
Centred <i>R</i> ²	0.665			0.184
<i>P</i> -value, <i>F</i>	0.000			0.000
<i>P</i> -value, Breusch-Pagan (<i>p</i> -value)	0.000			0.000
<i>P</i> -value, <i>J</i>		0.357	0.250	
<i>P</i> -value, over-ID		0.720	0.182	

The table shows estimates of regression models where the dependent variable is the time demeaned Tobin's *Q*, which we measure as the market value of the firm over its book value. The first three columns use fixed effects panel data estimation, and the fourth uses OLS estimation on the pooled sample. The variables are time demeaned in the panel data estimations. For each firm and each variable, time demeaning involves subtracting a given year's observation from the firm's overall mean across the years. Significant results at the 5% (10%) level are marked with ** (*). The instruments for GMM estimations are the raw, the time-demeaned, and the squared time-demeaned explanatory variables, the average and standard deviation of firm-demeaned explanatory variables, and variables not included in the regressions.

Bøhren og Strøms [2005], Aligned, informed, and decisive: characteristics of value-creating boards, side 12.

Som man ser har Bøhren og Strøm [2005] foretatt 4 forskjellige regresjoner der 3 av dem er såkalte faste effekter, nemlig GLS, GMM, GMMdyn og en pooled OLS. Vi har observasjoner for lønnsomhet, styrets eierintensitet og sammensetningen av styret over flere år. Forutsetningen er at bedriftens identitet er fast over tidsrommet, noe som fjerner mye tilfeldig selskapsspesifikk støy. I og med at det er faste effekter, så vil man fjerne alle faste forhold for selskaper slik at endogenitet som følge av faste selskapsspesifikke effekter også er fjernet [Wollridge, 2003]. På grunn av at de statistiske modellene GLS, GMM og pooled

OLS vil det oppstå forventningskjevne estimater hvis designmekanismene ikke er eksogent relatert til hverandre og til selskapets lønnsomhet, altså ved endogenitet og omvendt kausalitet. [Bøhren og Strøm, 2005] har forsøkt å kontrollere for disse problemene med to ulike metoder. For å kontrollere for eksogenitet har han brukt en dynamisk versjon av GMM modell hvor han inkluderer tidligere lønnsomhet (Q) som en eksogen forklaringsvariabel. I tillegg estimerer han 5 separate ligninger lønnsomhet, styremedlemmens eierandel, uavhengighet, nettverk og størrelse som avhengige variabler. Estimering av disse ligningene gjør det mulig å undersøke endogenitet og reversert kausalitet. På bakgrunn av dette velger vi å fokusere på den dynamiske GMM modellen, men det skal sies at de statiske modellene stort sett støtter funnene ved GMMdyn.

Selv om vi i styrekapittelet har omarbeidet Bøhren og Strøm [2005] sine definisjoner velger vi i appendikset å bruke deres oppsett for å få en bedre link til tabell A, B og C. Alle resultatene som gjengis er minst signifikant på 90 % nivå. Lønnsomheten øker når styrets eierandel øker på lavere nivåer (95 % sign.). Videre er det negativt dersom innsidere eier over 50 % (90 % sign.). Når det gjelder styremedlemmene er det dessuten positivt at de sitter i flere styrer og på denne måten knyttet et større nettverk (95 % sign.). Økt diversifisering som flere kvinnelige styremedlemmer, større styrer og representanter av ansatte er alle signifikante verdireducerende mekanismer på 95 % signifikansnivå. Problemet er at styrets stilling som beslutningstaker blir dårligere og dermed også dets effekt. Resultatene finner at norske styrer innad er relativt heterogene selv om kvinner ofte ikke er medlemmer. Hvis de heterogene styrene blir enda mer diversifisert kan dette medføre at styrene blir for ulike og dermed dårlige beslutningssentre. Derfor kan det tyde på at man må gjøre styrene mer homogene for at styrer dominert av kvinner skal prestere like godt som styrer dominert av menn. Likevel er det i dag mangelen på kvinneedominerte styrer som er en hovedårsak til at det er vanskelig å undersøke denne og andre påstander relatert til debatten om kvotering av kvinner. Under samlebetegnelsen beslutningsevne til styret, kommer man fram til at alle de undersøkte variablene ved styresammensetningen viser seg å være signifikant og negativt relatert til prestasjon i norske børsnoterte selskaper. Det vil si alle mekanismer bortsett fra forskjell i alder. Her finner man ingen signifikante forskjeller mellom aldersammensetning i styret og selskapenes prestasjoner. Disse funnene er i tråd med hva man forventer å finne, i forhold til tidligere internasjonale funn, innen egenskaper ved styret og dets påvirkning på prestasjonene. En av styrkene til den empiriske modellen til Bøhren og Strøm [2005] når de undersøker egenskaper ved styret og dets påvirkning på lønnsomhet er at den behandler flere

mekanismer for ES samtidig. Tidligere forskning viser at den signifikante sammenhengen mellom innsideeierskap og lønnsomhet forsvinner når flere mekaniser for ES inkluderes. Likevel finner Bøhren og Strøm [2005] i sine modeller en robust positiv sammenheng mellom innsideeierskap og lønnsomhet når flere mekanismer taes med i analysen.

4. Type eier

I dette kapitlet vil vi ta for oss forskning og dets funn relatert til type eier og innvirkning på selskapets lønnsomhet. Det vil si om det har noe å si på lønnsomheten om eier er institusjonell, privat, finansiell, utenlandsk, eller offentlig. I Norge har vi en rekke reguleringer som reflekterer troen på at eierskap betyr noe. Eksempelvis kan ingen enkeltinvestor eie mer enn 10 % av egenkapitalen i en finansinstitusjon med mindre andelen er minst 90 %. Videre er det regler som regulerer hvor mye et aksjefond kan eie i forskjellige selskaper. Dessuten viser det seg i Europa at det er generelt nasjonale majoritetseiere i landenes største bank. Uansett hva disse reguleringene og trendene skyldes så indikerer det fokus og tro på at eierskap generelt betyr noe for selskapene. Det vil si at i enkelte situasjoner er en eiertype å foretrekke framfor en annen.

Som en følge av reguleringer i Norge har man opplevd diskriminering av utenlandske eiere fram til EØS avtalen i 1995. EØS avtalen tvang den norske regjering til å avvikle regelen om at utenlandske eiere samlet ikke kunne eie mer enn 1/3 av de stemmeberettigede aksjene i et norsk børsnotert selskap. Når politikerne setter slike rammer og begrensninger på investorenes muligheter, påvirker de sammensetningen av eiertype direkte. Reguleringer medførte dermed at staten hadde en direkte påvirkning på hvilke eiere som var representert i selskaper notert på børs i Norge. Således kan tiden før 1995 nærmest tolkes som en diskriminering av utenlandske investorer, ved at nasjonale investorer ble prioritert.

Når vi i denne delen av utredningen tar for oss eiertype, deler vi eiertyper opp i flere underkategorier. Vi velger å dele eiertyper inn i kategoriene offentlige, internasjonale, institusjonelle (finansielle) og personlige eiere. For å få med nasjonale eiere som verken er statlige, institusjonelle eller personlige tar man også typisk med industrielle eiere som den femte eiertypen [Bøhren og Ødegaard, 2001a]. Først vil vi i avsnitt 4.1 gi et innblikk i debatten rundt eiertype, for så og gå direkte inn på de forskjellige eiertypene og teori og empiri knyttet til dette. Avsnitt 4.2 handler om direkte og indirekte eiere, hvor direkte eiere vil si store personlige eiere, familie-eide og 100 % ene-eide selskaper der man ikke har flere enn en agent mellom eier og leder. Desto færre ledd, dess mer aktiv regnes eieren å være. Nasjonale eiere versus internasjonale eiere diskuteres i avsnitt 4.4. Avsnitt 4.5 omhandler offentlig eierskap og utfordringene knyttet til eierandeler som stat, fylke og kommune råder over. Vi vil videre i fra en teoretisk synsvinkel kommentere en del empiriske funn som er

gjort innen temaet eiertype og sammenhengen med lønnsomhet. Dessuten vil vi ta for oss noen ytringer, som viser hvilken oppfatning enkelte har om betydningen av eiertype.

4.1 Debatten offentlig versus privat og nasjonalt versus internasjonalt eierskap

De siste årene har vi hatt en del aktuelle eksempler i norsk næringsliv som tyder på at egenkapital ikke først og fremst er kapital, men eierskap, og at visse eierstrukturer skaper mer verdi enn andre. Debatten har blant annet oppstått i kjølvannet av de siste års delprivatisering av statlige selskaper. Et av argumentene i privatiseringsprosessen, er at statens incentiver for å privatisere neppe kan relatere seg til frigjøring av kapital, men heller troen på at enkelte eierstrukturer er bedre enn andre. Privatiseringen av Statoil, Norges kanskje viktigste og mest innbringende selskap, medførte diskusjon rundt eierspørsmålet. Noen av de mest framtrede bekymringene relaterte seg til problemstillingen om at en eventuell privatisering ville medføre staten kunne risikere å miste kontroll over selskapet og de verdiene det inneholdt. Bekymringene om redusert kontroll ble noe svekket da Stortinget 26. april 2001 vedtok en delprivatisering av Statoil med inntil 1/3 av selskapets verdi. Det vil da si at ingen minoritetsaksjonærer kunne inneha en blokkerende eierandel. Dette var en reell endring i styringsformen ved at politikerne ble fjernet fra den daglige styringen. Ved å delprivatisere lar man markedskreftene virke på Statoil og dette vil forhåpentligvis føre til en mer markedsfokuset, omstillingsdyktig og dynamisk drift og organisering av selskapet. Like fullt raste og raser diskusjonene om dette kun er første steg på veien mot full privatisering og tap av rettighetene av viktige naturressurser. Enkelte håpet også at noe av den privatisering som Statoil gjennomgikk faktisk kunne være en begynnelse på en situasjon hvor staten fungerte som kontrollør ved å sette rammebetingelser, og ikke som aktiv eier. Det kan nemlig være problematisk for staten å komme i en posisjon med blandede roller, hvor staten på ene siden skal sette rammebetingelser for eierskap, og på den andre siden samtidig styre et selskap etter markedsprinsipper. Blanding av roller kan for eksempel forekomme når staten setter rammer for all forretningsvirksomhet i Norge. Da kan staten forskjellsbehandle, ved eksempelvis å gi særfordeler til Statoil.

I den siste tiden har det dukket opp andre eksempel hvor politikerne handler på en måte som indikerer at eierskap har betydning. Blant annet gjelder dette det nylige salget av det 100 % statlig eide selskapet BaneTele til Bredbåndsalliansen, der Tormod Hermansen sitter som

styreleder. Næringsminister Odd Eriksen (Ap) var en av politikerne som gikk inn for at det statlig eide BaneTele skulle selges til Bredbåndsalliansen. Til tross for at Bredbåndsalliansens tilbud lå 200 millioner under beste tilbud. Eriksen talte imot selskapets finansielle rådgiver Handelsbanken Capital Markets, BaneTeles styre og selskapets ansatte. Det skal nevnes at Bredbåndsalliansen fikk eksklusive forhandlinger om BaneTele, som endte med at prisen på selskapet økte med 200 millioner. Likevel var dette uten at de andre potensielle kjøperne fikk komme med nye og justerte tilbud⁵⁴. BaneTele var et 100 % heleid statlig selskap, det vil si at man ikke hadde minoritetskonflikter, og man hadde dermed større frihet til å ta politiske hensyn. Ettersom Eriksen var villig til å selge selskapet til partikollega Hermansen, kan dette indikere at eierskapet har betydning ettersom Eriksen ønsket å selge under markedspris for å sikre den rette eier. Dette har den siste tiden fått sterk kritikk i media og av det tidligere styret⁵⁵.

Drivkreftene bak eierskifteprosessen er at det politiske miljøet for alvor har blitt klar over fordelene ved selskaper som er drevet privat i motsetning til i offentlig regi. Dessuten trenger ikke private selskaper å ta hensyn til særinteresser, og kan fokusere 100 % på å drive selskapet etter markedsprinsipper. Foruten at fordelene med privat drift har fått økt fokus, er det en klar tendens til at representanter på stortinget også framhever viktigheten av at eierens nasjonalitet som betydning for selskapets drift. Dette handler om at troen på nasjonalt eierskap i spesielle sektorer er viktige for å kunne fremme norske interesser, og er sådan viktige for nasjonene som helhet. Da finansminister Karl Eirik Schjøtt-Pedersen ble konfrontert med muligheten for et oppkjøp av Storebrand ASA av finske Sampo våren 2001 uttalte han;

”Det er av vital norsk interesse at Storebrand ASA blir et norsk selskap, eiet og drevet fra Norge”.

Den politiske bekymring var knyttet opp mot frykten for tap av nasjonal kontroll med en sentral finansinstitusjon. I mangelen av politiske virkemidler la politikerne press på Folketrygdfondet selv om politikerne ikke hadde myndighet til å instruere fondet. Politikerne

⁵⁴ Dagens næringsliv 24/5 til 31/5 2006.

⁵⁵ Styret i BaneTele trakk seg i protest da det ble klart at regjeringen ville selge halve BaneTele til Bredbåndsalliansen. Styret mente i denne sammenheng det ikke var i samsvar med prinsippet om likebehandling slik salgsprosessen av selskapet ble foretatt. Næringsdepartementet var likevel uenig i denne kritikken [Dagens Næringsliv 10.06.2006]

håpet at fondet ville ta de samfunnspolitiske signalene og gå mot sammenslåingen. Denne saken satte et sterkt fokus på hva som var regjeringens myndighetsrolle og hvilke andre virkemidler en kunne benytte. Da tilbudsperioden ble avsluttet 10. juli hadde Sampo fått aksept fra 83,5 prosent av Storebrand-aksjonærene. Etter eierbegrensingsreglens hovedbestemmelse var altså dette ikke nok til å kunne overta selskapet. Politikerne klarte ikke å stoppe oppkjøpet av Storebrand, men det sørget markedet og DnB sine strategiske interesser i Storebrand⁵⁶ for. Dette gir en pekepinn på hvilke holdninger politikerne har til nasjonalt eierskap. Av samme grunn sitter staten i dag med 1/3 blokkerende minoritet i DnB. Dermed blir hensikten med investeringen ikke å utøve aktivt statlig eierskap i DnB, men heller å hindre at internasjonale eiere får muligheten til det. I den siste tiden har det likevel gitt signaler fra stortinget at mer aktiv eierskap av staten er å foretrekke.

Disse eksemplene antyder at visse trekk ved eierskapet kan påvirke både hva selskapet gjør med investeringer og drift, hva eierne gjør med hverandre, og hvordan eierne forholder seg til selskapets ledelse. Vi har allerede nevnt at det er mange som mener noe om disse forholdene uten faktisk å ha økonomisk holdbare argumenter til å understøtte deres synspunkter. Vi vil følgelig i de neste avsnittene anvende agentteori på de forskjellige eiertyperne og dermed se på aktuelle problemstillinger. I de kommende avsnittene vil vi ta for oss følgende momenter og aspekter ved eierskap:

4.2 aktive versus passive eiere

4.4 nasjonale versus internasjonale eiere

4.5 offentlige versus private eiere

4.2 Aktiv versus passiv eierskap

Som nevnt tidligere predikterer agentteori at direkte eierskap bedre enn indirekte eierskap, ettersom det da er mindre avstand mellom eier og ledelse [Jensen and Meckling, 1976]. Dette betyr at to eiere med identisk egenkapitalandel vil være forskjellige både i deres incentiver og dyktigheten til å skape verdi. Dette har bakgrunn i at den ene utøver direkte eierskap mens

⁵⁶ <http://www.sv.uio.no/mutr/publikasjoner/rapp2003/rapport72/> - Strukturendringer i norsk finanssektor

den andre utøver indirekte eierskap. En personlig investor kan stemme på generalforsamlingen og representerer et direkte krav på selskapets kontantstrøm. Dermed vil principalen overvåke agenten direkte ettersom det er principalens velferd/ nytte det handler om. I motsetning vil man med indirekte eierskap gjerne ha en eier som forholder seg til en bedriftsleder som igjen forholder seg til en annen bedriftsleder. Da vil man ha en principal som forholder seg til minst to agenter og prosessen med overvåkning blir vanskeligere, ettersom principalen ofte kun har informasjon om den direkte agenten. Målet er da å holde press på den direkte agenten slik at agenten på en effektiv måte overvåker den andre agenten. I prinsippet er det dermed den direkte agenten som overvåker uten innblanding fra den endelige principal [Bøhren og Ødegaard 2001b].

På den andre siden kan det argumenteres for at det indirekte eierskap har mer kompetanse enn private aktører. En personlig eier har vanligvis ikke til rådighet et stort støtteapparat med kvalifiserte rådgivere som kan gi råd om eierstyring. I motsatt situasjon vil offentlige, institusjonelle eller store industrielle eiere gjerne ha tilgang til slike ressurser som innehar betydelig mer kompetanse innen leder og styreerfaring. I slike organisasjoner finner man ofte profesjonelle aktører med mye kompetanse og erfaring som arbeider utelukkende med spørsmål relatert til ES. Pound [1988] argumenterer i denne sammenheng for at en institusjon for eksempel kan influere lønnsomhet på en annen måte enn direkte eiere. Hypotesen om effektiv overvåkning bygger på antagelsen om at institusjoner er mer kompetent enn andre investorer. Det vil si at de klarer å overvåke med tilsvarende kvalitet som en personlig / direkte eier, men til en lavere kostnad. Dermed kan det være positivt med institusjoner på eiersiden. Det kan likevel oppstå problemer med institusjonelle eiere. Dette er problemer som interessekonflikter og agentproblemer, som følge av utilstrekkelige incentiver. Pound [1988] argumenter for at institusjoner kan medføre større lønnsomhet for selskaper enn private eiere dersom kostnaden med den negative incentiveffekten er mindre enn gevinsten med lave overvåkningskostnader. Dette er et aveiningsspørsmål, mellom incentivargumentet og kompetanseargumentet. Det er dermed opp til empirien å undersøke om institusjonell eierskap har positiv, negativ eller ingen effekt på lønnsomhet.

Vi vil velge å stoppe litt opp ved de institusjonelle eierne. Dette har sin begrunnelse i den store framveksten av finansielle institusjoner, og det faktum at de er ifølge teori har en dårligere incentiveffekt på overvåkning av ledelsen i selskapet. Dessuten er dette en eiertype som vokser stadig internasjonalt, og som har opplevd økt fokus. Norske institusjoner eide

rundt 21 % av porteføljen på OBX i slutten av undersøkelsesperioden (1997), men dette tallet har blitt redusert til 7,7 % i 2005. Dette hadde man ikke ventet, ettersom trenden fra London som er det største aksjemarkedet i Europa viser til eierandeler av institusjoner på ca 70 % av markedsporteføljen. Black [1990] har tro på at de institusjonelle⁵⁷ investorene etter hvert skal bli mer aktive eiere og drive mer overvåkning, slik at de etterhvert blir mer lik de personlige eierne. Shleifer og Vishny [1997] siterer Roberto Romano, og har liten tro på at institusjonelle eiere vil være effektive i sin overvåkning. Han anbefaler at statlig regulering må stå for beskyttelsen av investoren. Den senere tid ser vi at såkalte private equity fonds er blitt en meget aktiv eier. Dermed vil vi forvente at blant de indirekte eierne, er den institusjonelle eieren mest aktiv.

Store personlige eiere og familier antas å være en direkte og aktiv eiere. Familier spiller typisk en dobbeltrolle som både eiere og ledere for selskapet. Man kan si at selskapet investerer i selskap-spesifikk humankapital [Maug, 1996] som skaper langsiktige bånd til selskapet. I motsetning til de fire andre eiertypene som vi behandler, handler familier og individuelle på egens vegne og ikke indirekte via agenter. Incentivteori sier dette er positivt (incentive alignment effect). Dessuten kan familielojalitet takle incentivproblemer og øke effektiviteten [Thomsen og Pedersen, 2000].

I deres daglige virkemåte er direkte eiere typisk aktive, mens indirekte typisk er passive. Slik vi ser det vil vi i utgangspunktet velge å klassifisere personlige eiere og familie eide bedrifter som direkte eierskap og dermed per definisjon aktive. Dermed vil offentlige, de fleste institusjonelle, industrielle og internasjonale⁵⁸ komme under definisjonen indirekte og dermed passive. De empiriske funnene under vil kunne gi en indikasjon på hvorvidt aktive er mer lønnsomme enn de passive selskapene.

⁵⁷ Når vi diskuterer funn fra det amerikanske markedet omkring institusjonelle investorer er det viktig å ta hensyn til særtrekk ved den amerikanske lovgivningen. Lovgivning hindrer blant annet institusjonelle investorer på det amerikanske markedet å være aktive eiere, ved å ta del i styret med mer.

⁵⁸ Internasjonale eiere er et samlebegrep som omfatter både personlige, offentlige, institusjonelle og industrielle. I tabellene har det ikke vært gjort forsøk på å dele dem opp, da dette ville være uforholdsmessig. Dermed kan det være vanskelig å si hva som fører til eventuell effekt knyttet til internasjonale selskaper. Men slik vi ser det, med bakgrunn i økningen i equity fond og pensjonsfond at i alle fall en stor andel av de internasjonale selskapene er finansielle.

4.3 Empiri med hensyn på type eier

Funn fra Norge [Bøhren and Ødegaard, 2005] og USA samsvarer med det man forventer å finne, nemlig at direkte eierskap har bedre effekt på lønnsomhet enn indirekte eierskap. Bøhren og Ødegaards [2005] finner at 1 prosentpoengs økning av individuelle eiere vil øke selskapets markedsverdi med 0,8 %. Ettersom det personlige eierskapet i Norge er særdeles lavt, sett i en internasjonal målestokk, ligger det dermed store muligheter for å øke verdiskapningen i norsk næringsliv⁵⁹ gjennom økt privat eierskap. Som vi ser av tabell 1 er andelen personlig eid kapital målt i markedsverdi på OBX i perioden 1989 – 1997 i snitt 10 %, noen som faktisk er det laveste personlig eierskap i hele Europa. Totalt har OBX 700 000 forskjellige investorer og 80 % av disse er individuelle investorer. Likevel eier altså som nevnt bare de private investorene kun 10 % av verdien på markedsporteføljen. [Bøhren og Ødegaard, 2000]

Tabell 1. Den aggregerte andelen av Oslo Børs holdt av de fem eiertypene

The fractions represent value weighted averages across firms, using the market value of a firm's equity as weight.

Owner type	Year									All
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	
State	13	15	17	22	21	22	20	18	14	18
International	30	29	28	29	28	30	32	33	32	31
Individuals	12	11	10	10	11	10	10	10	8	10
Financials	13	16	17	17	17	16	16	20	21	18
Nonfinancials	32	29	28	22	23	22	22	20	25	24

Data from all firms listed on the Oslo Stock Exchange (OSE) over the period 1989–1997. Data source: Verdipapirsentralen (VPS). Numbers in Percent.

Bøhren og Ødegaard, 2000, The ownership structure of Norwegian firms, characteristics of an outlier, side 17

⁵⁹ De eierne man her snakker om er personlige eiere som vil ta den kostnaden det er å overvåke selskapet, det vil si eiere som har en betydelig del av sin formue i aksjer. (i alle fall såpass at det vil være verdt kostnaden ved en viss overvåkning)

Tabell 2: Aksjonærstruktur ved Oslo Børs i perioden 1997 til 2005

EGENKAPITALINSTRUMENTER / EQUITY CAPITAL INSTRUMENTS									
Aksjonærstruktur ved årsslutt. % av markedsverdi									
Shareholder structure at year end. % of market value									
Sektor	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sector									
Stat & kommune	15,1	15,9	15,6	23,1	38,2	43,1	41,3	37,0	34,4
Statsforetak	1,1	1,1	1,3	1,5	0,8	0,7	0,8	0,6	0,5
Banker, kred.- & fin. foretak	1,9	2,2	2,3	1,9	1,8	1,4	1,6	1,9	1,0
Private pensjonskasser/Livsforsikring	8,5	9,2	9,1	6,7	4,9	2,9	3,2	2,8	2,4
Skadeforsikring	1,4	1,2	0,9	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,4
Aksjefond	8,2	8,0	8,4	7,1	5,2	4,2	4,6	4,2	3,9
Private foretak	24,9	22,9	22,0	17,4	13,5	14,1	14,5	14,8	15,6
Privatpersoner	7,7	7,8	7,8	7,7	5,9	5,4	5,5	5,3	4,7
Utlendinger	31,2	31,7	31,5	34,1	28,0	27,0	27,8	32,8	37,1
Ukjent	0,1	0,2	1,2	0,2	1,3	0,5	0,1	0,0	0,0
Totalt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

[http://www.oslobors.no/ob/aarsstatistikk_aksjer]

Det er dessuten en tendens til at andelen personlige eiere også er fallende til 7,7 % i 1997. Et relativt nytt tallmateriale i tabell 2, viser at det personlige eierskap i Norge er nede i 4,7 % (2005). Dette er svært lavt tall i en internasjonal sammenheng hvor snittet til sammenligning i 1997 lå på 28 % [Bøhren og Ødegaard, 2000]. Forklaringen til nedgangen og forskjellene⁶⁰ er ikke undersøkt og kan bare spekuleres over. Det er likevel et faktum at det norske samfunnet er sterkt egalitært og preget av mange år med et sosialdemokratisk styresett, der inntektsutjevning igjennom skattesystemet og solidaritet er et mål som har hatt stor støtte i befolkningen⁶¹. En høy skattesats på formue og inntekt for de typiske investorer vil blant annet medføre at private investorer vil måtte investere en større andel av sin formue i ett og samme selskap for å oppnå stor eierandel. Dette er ofte ikke ønskelig ettersom det er forbundet med mer risiko å ha hele formuen plassert i ett aktivum. Dermed vil dette være med å begrense andelen til private investorer i børsnoterte selskaper i Norge. Det er også hevdet at ettersom Norge lenge var et u-land i europeisk sammenheng og ble relativt sent industrialisert, har det ikke blitt bygget opp store private formuer som dermed vil påvirke graden av personlig eierskap. Et vesentlig bidrag til den negative utviklingen kan også

⁶⁰ Man skal være forsiktig med å tolke dataene for bombastisk uten at vi har all tilgjengelig informasjon rundt spesielle hendelser på OSE. Det er viktig å skille mellom nivå og endring. Det kan skje endringer i prosentandelen uten at det har skjedd noe reelt med gruppen som undersøkes. For eksempel skyldes mest sannsynlig ikke nedgangen i personlig eierandel fra 2000 til 2001 at privatpersoner solgte seg ut, men heller at store statlige selskaper som Telenor og Statoil gikk på børs.

⁶¹ Norge har siden 2 verdenskrigs slutt hatt en sosialdemokratisk regjering med Arbeiderpartiet i spissen i 42 av de siste 61 årene. Kilde: http://no.wikipedia.org/wiki/Norges_regjeringer

muligens relateres til fjerningen av ordningen med aksjesparing med skattefradrag⁶². Dette har endret incentivene til privatpersoner, og aksjesparing er i dag ikke like attraktivt som tidligere. Det er også mulig at norske investorer mangler tradisjon for å investere. Muligens som følge av et likhetspreget samfunn hvor janteloven er med på å tilsi mer banksparing kontra aksjesparing. Likevel tyder forskning fra USA på at all langsiktig sparing i aksjemarkedet ved å holde markedsporteføljen gir høyere avkastning enn banksparing. Dette gjelder også når perioder i aksjemarkedet preget av krakk, krig og kriser inkluderes [Siegler 2002].

Trenden i internasjonale markeder er at det personlige eierskapet går ned, og det er mer eierskap gjennom aksjefond enn tidligere. En grunn kan være at individuelle personlige investorer i større grad investerer via finansielle mellommenn som aksjefond og andre institusjonelle investorer. Hovedforskjellen fra internasjonale forhold er at andelen institusjonelle eiere i Norge for perioden 1989 til 2005, også går ned. En mulig forklaring er at man i Norge ikke har nok personlig kapital til å forsvare en tilsvarende posisjon når flere selskaper går på børs. Den totale personlige kapitalen vil være relativt konstant mens børsens absolutte størrelse vokser på grunn av nye noteringer. Ettersom det meste av empiri viser at direkte eierskap er bedre enn indirekte eierskap, foreligger det trolig et forbedringspotensial som kan øke lønnsomheten og verdien på selskapene. Dersom man ikke klarer å snu tendensen og øke personlig eierskap vil utfordringen være å få de indirekte eierne til å utføre eierstyringen på en måte som private eiere. Virkemidler vil for eksempel være økte incentiver i form av eierandeler til ledelsen i selskapet og styremedlemmene.⁶³

Denis og Denis [1994] hevder det er ingen funn som tyder på at familie-eide selskapet underpresterer sammenlignet med tilsvarende selskaper med annet eierskap. At en slik selskapsform faktisk overlever i konkurranse med andre former, tyder på at den for noen situasjoner kan være optimal. Jaskiewicz og Klein 2005 undersøker 50 empiriske studier som dekker prestasjoner til familiedominerte selskaper. I 46 % av studiene presterer familiebedrifter bedre enn deres ikke familieeide motparter. Vanligvis er prestasjon målt ved

⁶² Bakgrunnen for denne ordningen var et ønske om å styrke og utvide selveierdemokratiet ved at flere småsparere velger å bli medeiere i norske bedrifter. Forslagsstillerne ser det som et positivt virkemiddel som kan bidra til et bredt norsk eierskap i norske bedrifter. Dette vil utvide aksjonærdemokratiet og styrke kapitaltilgangen i norske bedrifter. Ordningen er opphevet fra og med inntektsåret 2000

⁶³ Se kapittel 3, avsnitt 3.3 som omhandler innsideeiere / styret.

Tobins Q⁶⁴, men dersom man bruker operative måletall som ROA⁶⁵ viser der seg at flertallet av de relevante studiene ikke finner noen signifikant forskjell mellom familiebedrifter og ikke-familiebedrifter. Kun 8 % av studiene finner at familiebedrifter underpresterer. I 20 % finner han ingen signifikant forskjell. 26 % av studiene linker prestasjonen til familiebedrifter til situasjonsfaktorer som reguleringer og konkurranse.

Når det gjelder studier omkring institusjonelt eierskap [Carvell og Strebel 1987, Edelman og Baker 1987] finner man at selskaper med høyt innslag av institusjonelle eiere gjør det dårligere enn andre, mens senere studier [blant annet Beard og Sias 1997] finner ikke signifikante forskjeller på selskaper med og uten institusjoner som dominerende eiere. Også [Smith 1996] finner ingen trender med hensyn på institusjonelle eiere i forhold til andre eier typer. [McConnel og Servaes, 1990] finner sterke positive sammenhenger mellom Q og andelen av aksjer som blir holdt av institusjonelle investorer. De oppfatter dette resultatet som å være konsistent med hypotesen om effektiv overvåkning. De finner også en signifikant sammenheng mellom Q og andel aksjer kontrollert av store eiere. Etter privatiseringsbølgen i Øst-Europa har man hatt en god mulighet til å studere hva som faktisk har betydning for eierskap. Her finner man en positiv effekt på verdsettelsen av et selskap dersom bankene har en stor andel av eierskapet, noe man ikke fant for andre eiertyper [Claassens et al 1996]. Dette tyder på at banker, selv om det kan oppstå interessekonflikter, i sum bidrar positivt i ES på grunn av sine gode egenskaper som overvåker. Argwal og Mandelker [1990] sin studie tar for seg om institusjoner faktisk er passive eiere som ikke tar ES ansvar. Funnene tyder på at institusjoner ikke er passive. Alt i alt er det likevel vanskelig å trekke noen entydig konklusjon.

4.4 Internasjonale investorer versus nasjonale eiere

Ettersom det er vanskelig å sette fingeren på hvilken type eier de internasjonale er, velger vi å behandle dem i et eget avsnitt. Er internasjonale eiere verdifulle, eller bare utnytter de norske resurser på en måte som staten bør forhindre? Dette er et spørsmål som gjerne dukker opp

⁶⁴ Tobins Q er et mål på lønnsomhet. Den beskriver selskapets markedsverdi per krone bokverdi. For utvidet forklaring viser vi til kapittelet 7 som blant annet omhandler kritikk av empiri.

⁶⁵ ROA er forkortelse for Return on Assets, også gjerne kjent som RoI. (Retur on Investments)

når det er diskusjon om egenskapene ved internasjonalt kontra nasjonalt eierskap. Internasjonale eiere har ikke følelsesmessig tilknytning til landet de investerer i. Det hevdes at denne eiertypen kan ta mer bedriftsøkonomiske hensyn i sine avgjørelser, ved at de blant annet er mer tilbøyelige til å legge ned ulønnsomme selskaper eller flytte produksjon. En bekymring er dermed at utenlandske investorer ikke vil ta et samfunnsøkonomisk ansvar, slik som nasjonale selskaper gjerne i større grad gjør. En av hovedbekymringene ved internasjonale eiere knytter seg til problematikken vedrørende hovedkontor og arbeidsplasser. Politikere er avhengig av gjenvalg, og politiske budskap er dermed gjerne knyttet til opprettelse, ikke nedleggelse av arbeidsplasser. Hvis et stort internasjonalt selskap skulle få for mye eierandeler og makt, ligger muligheten for et oppkjøp og/eller fusjon der. Ved sammenslåinger finnes det synergieffekter og typisk går dette ut over administrasjon og nedlegging av et hovedkontor. Utflytting og nedlegging vil man gjerne unngå, og dermed innfører politikerne enten reguleringer for internasjonale investorer eller direkte vedtekter i strategiske selskaper. Etersom denne holdningen har vedvart over tid, ser det nå ut som om kapitalmarkedet ser på dette som en del av spillereglene dersom man vurderer eierandeler i strategiske selskaper som Statoil eller Hydro. Dette er blant annet en av grunnene til at staten velger å opprettholde en blokkerende majoritet i DnB NOR. Stortinget og Næringsdepartementet mener det er viktig å ha kontrollerende eierskap i forhold til internasjonale eiere, slik at internasjonale eiere ikke fritt kan utøve sine aktiviteter på tross av at disse aktivitetene kan være verdiskapende for selskapet. Det offentlige som eier vil derimot kunne sette hensyn til samfunnsøkonomiske og nasjonale interesser høyere enn bedriftsøkonomiske.

Mye av litteraturen rundt dette temaet gjelder såkalte ”spillovers” fra det internasjonale selskapet. Dette relaterer seg til hva det internasjonale eierskapet kan tilføre nasjonene ved å gjøre investeringer i landet. ”Spillovers” kan være i form av kapital, teknologi eller human kapital [Hill, 2003]. Når det gjelder en relativ passiv investor som er det normale i industrialiserte land, har ikke denne ”spillovereffekten” mye å si. Da er investeringen fra den internasjonale aktøren mer en finansiell plassering, og man vil gjerne oppleve begrenset overførsel av kapital, teknologi eller andre innsatsfaktorer. Når internasjonale aktører er passive og vurderer sine investeringer som rent finansielle, kan dette relater seg til et ønske om å diversifisere sin risiko. Ved å spre investeringer på flere land, vil den internasjonale diversifiserte investors risiko være lavere enn om hans investeringer er konsentrerte. Diversifisering av risiko vil si at man plasserer kapitalen i mange forskjellige aktiva som

gjærne er motsykliske, slik at man reduserer risiko [Sharpe, 1964; Lintner 1965]. Da vil gjærne også investorene heller ”stemme med føttene” enn å ta kostnadene ved å iverksette tiltak for å endre retning på selskapet. [Kang og Stulz, 1994; Brennan og Cao, 1997] Dersom selskapet endrer retning vil de heller selge sin andel for å oppnå den eksponeringen de ønsker. I Bøhren og Ødegaard [2002] viser det seg at internasjonale investorer har den største andelen av de fem investorgruppene i utvalget, og denne andelen er relativt stabil over tid. Det er derimot et faktum at internasjonale investorer er blitt mer anonyme og fraværende som eiere. Dette begrunnes med at i 1989 var 5 % av det internasjonale eierskapet via nominee konti⁶⁶, mens senere har dette tallet steget til rundt 50 %. Disse funnene sammen med det faktum at internasjonale eiere er overrepresentert i B-aksjer (uten stemmerett) støtter antagelsen om at internasjonale investorer i hovedsak handler norske verdipapirer for å diversifisere sin portefølje.

Teori sier at internasjonale investorer kan være mindre tilbøyelig enn nasjonale investorer til å være aktiv i eierstyring og selskapsledelse. De har normalt en ulempe ved manglende kunnskap om landets lovgivning og institusjonelle rammeverk, det lokale konkurransemiljøet, om investormiljøet og detaljer i selskapets strategi. Dette kan være en grunn til at man observerer et universelt fenomen der investorene investerer relativt mye i hjemlige selskaper i forhold til internasjonalt, enn hva en fornuftig avveining mellom risiko og fortjeneste ville tilsi [Bøhren og Ødegaard, 2002].

En del studier fra andre land har vist at selskaper med en høy andel utenlandske eiere er mer lønnsomme enn tilsvarende nasjonalt eide selskaper. Douma et al. [2003] finner at internasjonalt eierskap påvirker selskapsprestasjonene i positiv retning. Det har tidligere vært et stort problem å skille årsak og virkning. Likevel ser det ut som om det er selskapstypen og størrelsen som driver lønnsomheten og ikke at eierne er internasjonale. Dette kommer av at store internasjonale selskaper har muskler og kompetanse til å stå imot konkurranse fra de nasjonale selskapene. Diskusjonen rundt nasjonalt og internasjonalt eierskap er således gjærne knyttet til nasjonalistiske følelser. Norske politikere og næringslivsledere⁶⁷ ønsker

⁶⁶ Hemmelig eierskap er praktisk mulig gjennom det som på fagspråket kalles nominee-kontoer. Det er kontoer som er eid av en utenlandsk bank på vegne av en eller flere investorer. Ofte er en nominee-kontoen igjen eid av *annen* nomineekonto. Slik er det vanskelig å få innsyn i eierskap. Men en eier av en såkalt nominee konto kan ikke utøve sin stemmerett uten å flytte aksjen fra nominee kontoen til direkte registrering.

⁶⁷ ”Målet uansett nasjonalt eller internasjonalt eierskap er jevnt over det samme: Å maksimere eiernes verdier. Noe annet vil være en langsiktig tapslinje, som mange land i Øst og Vest har brent seg på for lenge siden. Men det er samtidig naivt å tro

fremdeles å ha muligheten til å drive politisk forretningsdrift, og dermed er rettigheter og kontroll viktig. Fra politikerne virker det dermed som om man ikke tar sjansen på å miste kontrollen over nasjonale ressurser. Dette kan ha sin bakgrunn i historien, og blant annet har man i Norge nasjonalt hjemfall av vannkraft, i tillegg til andre særbestemmelser. Bøhren [2005] kommenterer at den norske stat ennå ikke har framlagt klare samfunnsøkonomiske begrunnelser for å bruke statlige midler for å hindre utenlandsk eierinnflytelse over privat næringsvirksomhet. Dette medfører at privatiseringen av store nasjonale selskaper er vanskelig, dersom man ikke ønsker internasjonale investorer, ettersom man også mangler store private formuer blant privatpersoner i Norge. Det vil si den samlede tilgjengelige kapital innad i Norge er rett og sett for liten, spesielt dersom vi ønsker direkte eierskap. Likevel inneholder empirien mye synsing, og bare i begrenset grad kan man støtte seg på den. Klare anbefalinger omkring nasjonalt kontra internasjonalt er derfor vanskelig å foreslå.

4.5 Offentlig eierskap versus privat eierskap

Som nevnt i innledningen har eierskap ingen betydning dersom det er mulig å skrive fullstendige kontrakter. Denne forutsetningen holder ikke, ettersom det vil oppstå problemer med asymmetrisk informasjon. Ettersom vi lever i en imperfekt verden hvor det skrives ufullstendige kontrakter betyr eierskapet noe. Mye av fokuset i privatiseringsdebatten går i denne sammenheng ofte på den dårlige effektiviteten som viser seg i offentlige selskaper. Dette er en av grunnene til at offentlig eierskap er beskyldt for å være dårligere enn andre former for indirekte eierskap. Som påpekt tidligere er direkte eiere bedre enn indirekte, men er det riktig at enkelte indirekte eiere er bedre enn andre?

Målsetningen til en offentlig eier er at de enten skal drive selskapet mer lønnsomt enn private, eller at de skal drive et selskap av samfunnsøkonomiske grunner. Dette relaterer seg til samfunnsøkonomisk effektivitet og bedre fordeling av ressurser ved offentlig eierskap. Denne argumentasjonen er det likevel flere som ikke støtter, og mye av dagens kritikk går på at det offentlige blander sine roller som eier, overvåker og regulator [Bøhren 2005; Shirley og Walsh [2001] Mange anser statens inngrep i markedet som en nødvendighet, men

spørsmålet blir hvordan den politiske stemningen i det enkelte landet er med tanke på offentlig eierskap eller regulering av eierskap. I den ytterste grad har man sosialismen eller planøkonomien der man avhenger av en sterkt hierarkisk lederskap for å allokere ressurser i samfunnet. På motsatt side den frie kapitalismen som predikerer at dersom enhver privatperson får frie tøyler til å forbedre sin personlige nytte, vil samfunnet fungere sosialt optimalt. Shleifer [1998] gir en god oppsummering av hvordan verden har sett på dimensjonen offentlig – privat eierskap de siste 100 årene.

<u>Fri kapitalisme</u>	<u>Blandingsøkonomi</u>	<u>Sosialisme</u>
Privat eiendomsrett	Privat og offentlig eierskap	Offentlig eierskap
Lite statlig inngripen	Regulering for likhet og solidaritet	Direkte styring

Figur 4: Presentasjon av offentlig og privat eierskap.

Hovedargumentene for offentlig eierskap kan deles inn i to deler. Den første dreier seg om å foreta inngrep som følge av markedssvikt. Ved markedssvikt vil ikke lenger "laissez faire" føre til effektiv ressursbruk. Denne markedssvikten kan skyldes forhold som eksterne virkninger, naturlige monopoler og etableringshindringer eller asymmetrisk informasjon. Teorien blir dermed at staten griper inn og bidrar til en effektiv bruk ressurser. Selv om markedet fungerer perfekt vil ikke dette si at sammensetning nødvendigvis er rettferdig. Dermed har det offentlige også en annen oppgave, nemlig fordelingshensynet. I Norge er dette mye brukt som argument for offentlige inngrep. For å oppnå dette kan staten velge mellom to veier, nemlig regulering av markedet eller direkte eierskap.

Det er administrativt krevende og kostbart å drive regulering, noe som direkte kan favorisere offentlig eierskap. Laffont og Tirole [1993] hevder at kostnaden i selskapet ved regulering av private selskaper er knyttet til at ledelsen står overfor to principaler med ulike mål. Eierne som ønsker størst mulig overskudd og reguleringsorganet som setter reguleringspolitiske mål. Laffont og Tirole [1993] hevder at denne interessekonflikten kan føre til at ledelsen i en privat bedrift har svakere incentiver til innsats enn ledelsen i en offentlig bedrift. Effektiv regulering av privat virksomhet krever også at myndighetene har tilgang på aktuell

informasjon over bransjen de skal regulere og overvåke.⁶⁸ Således er et av de viktigste argumentene som er fremmet for offentlig eierskap, at det gir en sterkere kontroll med beslutninger enn det de kan oppnå gjennom regulering av private selskaper. Som et supplement fra andre utenlandske studier hevdes det også at statlige og kommunale aktører er mer aktive overvåkere overfor selskapene enn private institusjoner. For det første fordi de ikke opplever så store interessekonflikter knyttet til det å utfordre ledelsen i selskapene. For det andre fordi de oftere enn private eiere må kombinere profittinteresser med politiske målsettinger [Black, 1997].

Private profittmaksimerende selskaper kan feile når de skal takle problemer knyttet til eksternaliteter. Et av problemene knyttet til utforming av reguleringspolitikk er å hindre at et for stort overskudd blir liggende igjen i den regulerte bedriften. Dette er for eksempel et problem ved naturlig monopol. Da er offentlig eierskap i enkelte tilfeller å foretrekke framfor regulering [Ulf Pedersen, 1995]. En offentlig politiker eller byråkrat kan da forbedre effektiviteten ved å kontrollere beslutningsmyndigheten til selskapet. Slike sosiale velferdsargumenter ligger til grunn for at det tradisjonelt er offentlige eiere i jernbaner, kraftindustri, fengsler, skoler, helsebehandling, og mange andre aktiviteter [Laffont og Tirole, 1993]. Sammenhengen mellom politikeren og byråkraten er at det er politikeren som gir retningslinjene som byråkraten skal etterfølge. Begge har på tross av dette en viss makt som de kan bruke til å fremme sine egne interesser dersom kontrollmekanismer ikke fungerer.

Med få unntak, slik som politi og fengselsvesen, er den tradisjonelle holdningen om at det offentlige kan drive mer effektivt enn private sterkt utfordret. For det første er offentlige selskaper typisk ekstremt ineffektiv og deres tap resulterer gjerne i relativt store kostnader for samfunnet [Boycko, Shleifer og Vishny 1996]. For det andre virker det som om offentlig eide selskaper ikke betjener samfunnet bedre enn private.⁶⁹ Offentlige organisasjoner er i teorien kontrollert av folket, mens den faktiske kontrollen er hos byråkratene. Disse byråkratene kan ha ekstremt mye kontrollrettigheter, men ingen betydelig økonomisk gevinst

⁶⁸ Dette var en av grunnene til at Statoil ble etablert i sin tid, for å fungere som en informasjonsinnhenter på et område som den norske stat hadde liten eller ingen kunnskap om. Dermed kunne man enklere få tak i relevant informasjon fra de internasjonale oljeselskapene som opererte på norsk sokkel.

⁶⁹ For eksempel er statlige foretak den verste forurenseren i samfunnet. Faktisk er forureningsproblemene mest trengende i tidligere kommunistiske land som er dominert av store statlige (selskap) organisasjoner.

ved sine handlinger. Kontantstrømmen til det offentlige eide selskapet er dessuten spredt utover den jevne skattebetaler. En byråkrat har gjerne mål som er forskjellig fra hva som er sosialt optimalt og valg og handlinger er gjerne styrt av politiske interesser [Boycko et al 1996], [Shleifer og Vishny 1994]. I beste fall vil byråkratene kun ha en indirekte bekymring om profitt (profitt flyter inn i myndighetenes budsjetter) og målsetninger, som er langt fra det offentliges interesser. Likevel har de nærmest komplett kontroll i organisasjonene de driver, og kan bruke dette til å fremme sine egne karrieremål. Offentlig eierskap er dermed et eksempel på konsentrert kontroll uten økonomiske incentiver, og kan dermed være sosialt ødeleggende. Sett fra dette perspektivet vil ineffektiviteten i en offentlig organisasjon ikke være overraskende [Shleifer og Vishny 1997]. Den store ineffektiviteten ved offentlige selskaper, og økende press på budsjetter har skapt bølgen for privatisering. Det er i denne sammenheng likevel viktig å gjennomføre privatisering på en grundig og ordentlig måte for å unngå problemer som for eksempel har dukket opp i Russland. Selv om det finnes studier som indikerer at offentlig eierskap kan være positivt, finnes det flere studier som indikerer at offentlig virksomhet er mindre effektivt enn tilsvarende privat virksomhet. Blant annet viser Megginson et al. [1994] i sin studie at effektiviteten ved statlige institusjoner ble forbedret etter privatisering. Av de 52 studiene Shirley og Walsh [2001] undersøker, konkluderer 32 studier med at prestasjonene til privatiserte og private selskaper er signifikant bedre enn ved offentlig eierskap, 15 finner ingen forskjell mens 5 konkluderer med at offentlig eide selskaper presterer bedre. Videre viser det seg at private selskaper gjør det bedre i markeder med fullstendig konkurranse, hvor 11 gir signifikant bedre prestasjoner mens 5 er nøytrale. Denne fordelene ser ut til å forsvinne i markeder som preges av monopol, hvor 6 studier finner at private selskaper er best, 5 er nøytrale, mens 5 finner at offentlig eierskap er best. I Norge har man tatt kritikken til etterretning, og forsøkt å ta strategiske viktige grep innen offentlig sektor. Først og fremst har man satset på effektiviseringstiltak slik som mål og resultatstyring og omstrukturering av organisasjonsformene [Christensen og Lægriid 2002]. Dette er et resultat av et ønske om å introdusere drift etter markedsprinsipper, økt fokus på effektivitet og maksimering av profitt, samtidig som det offentlige med staten i spissen beholder en kontrollerende eierandel. Statlig eller offentlig eierskap er som vi ser i tabell 1 og 2 i gjennomsnitt 18 %. De har i tillegg variert mye i over tid⁷⁰, gjerne på grunn av makroøkonomiske politiske beslutninger.

⁷⁰ På slutten av 80-tallet og på begynnelsen av 90-tallet måtte staten inn i DnB, Kreditkassen og Fokus Bank for å hindre

Den underliggende forklaringen på de empiriske funnene er heller uklar. Mange argumenter går på at incentivene til effektiv drift er lavere i offentlig eid enn privat eid virksomhet. Dette kan ta flere former, blant annet $1/n$ – effekten. Denne effekten går ut på at gevinsten ved å drive effektivt tilfaller eierne, mens det er den daglige ledelsen som må ta kostnaden ved økt innsats og bedre effektivitet. Løsningen på problemet kan være at man investerer i kontrollrutiner eller introduserer incentivkontrakter for å samkjøre eiers og ledes interesser. Andre argumenter mot offentlig eierskap er mangel på konkurranse som i seg selv er en mekanisme for disiplinering av ledelsen. Dessuten kan selskapene oppleve et troverdighetsproblem knyttet til fleksible budsjettrestriksjoner. Som et eksempel er det negativt for enkelte offentlige bedrifter som vil oppleve såkalte mothakeeffekter. Dette kan for eksempel være helseforetak, som ved ikke å benytte seg av sine budsjetter, indirekte kan gi en oppfatning av at kostnadsbesparelsen har gått på bekostning av målet om å helbrede og pleie mennesker. Dermed vil man kunne oppleve at offentlig selskap er bevisst på at uansett hvordan driften forløper, vil man få dekket sitt underskudd. Da har selskapet fått om noen incentiv til å forandre sin innsats eller virkemåte [Kornai et al. 2003]. Det er uansett nødvendig med videre forskning for å finne hvilke tilfeller der offentlig eierskap normalt er bedre enn privat eierskap [Shirley og Walsh 2001].

4.5.1 Blandet eierskap

Vi har til nå sett at heleide selskaper vanligvis er mindre effektive og lønnsomme enn tilsvarende private selskaper. Det store spørsmålet er likevel, i et samfunn der markedsliberalismen opererer i samspill med en sterk stat, er hvordan del-eide og store offentlige eierandeler virker sammen med andre typer investorer. Hybridløsninger kan være en mulighet for å få fram de beste kvalitetene fra begge sider. Alternativt kan man risikere at man kombinerer det mest negative fra både det offentlige og det private eierskapet [Backx et al. 2002]. Vi må også være klar over at det kan være en seleksjonseffekt, der det offentlige går inn i markeder og driver videre selskaper som det private ikke har klart å drive effektivt og lønnsomt. Boardman og Vining [1989] konkluderer med at private selskaper presterer

en oppløsning og konkurs mot at staten overtok eierandelene. Staten har gradvis solgt seg ned igjen, men har på grunn av aversjon mot utenlandske investorer fremdeles en blokkerende andel i DnB. Dessuten har del-privatisering av store nasjonale organisasjoner som Statoil, Televerket osv ført til at en større del av statens eierandeler har blitt børsnotert og dermed tatt med i utvalget. Dette fenomenet tilsier ikke at staten søker en større eierandel, tvert imot at de ønsker å introdusere privat effektivitet i de tidligere heleide selskapene.

bedre enn offentlige selskaper, men interessant nok presterer hybridselskaper ikke noe bedre enn offentlige selskaper. De finner derimot ofte at hybridselskaper presterer dårligere enn offentlig heleide selskaper. Boardman og Vining [1989] forklarer resultatene med interessekonflikten som er mellom private og offentlige eiere. Tilsvarende funn er bekreftet av Ehrlich [1994] som studerer 25 internasjonale flyselskap. Delvis privatisering viser seg å gi få produktivitetseffekter i det korte løp. Backx et al [2002] følger opp denne undersøkelsen og finner at offentlig eide selskaper og hybridselskaper presterer signifikant dårligere enn private, men hybridselskapene ser ut til å prestere noe bedre enn de offentlige selskapene. Kole og Mulherin [1997] undersøker offentlig eierskap der eierandelen er mellom 35 % og 100 %, og de finner at disse selskapene ikke er signifikant forskjellig fra private i tilsvarende industri. Dette resultatet hevder de er en følge av gode overvåkningsmekanismer i selskaper med offentlig eierskap. Funnene fra Bøhren og Ødegaard [2005] viser at det ikke er noen signifikant forskjell mellom de indirekte eierne. Her kan det være aktuelt å nevne den såkalte Hydro-modellen, som refererer til samspillet mellom det offentlige som stor eier og kapitalmarkedet. Staten, i dette tilfellet som eier, har fått et troverdig rykte på seg for å føre en ”hands off” politikk. Det vil si at det offentlige har fått et renommé for å være en passiv eier, som overlater styringen av selskapet til private minoritetsaksjonærer. Dette blir verdsatt av kapitalmarkedet. Dermed opptrer staten med kontinuitet, og er etter hvert oppfattet som en verdsatt og verdifull samarbeidspartner [Reve 1996]. Selv om det etter hvert har kommet en del litteratur innen dette området for eierskap, er forskningen fremdeles i en tidlig fase. Mer forskning er nødvendig for å kunne komme fram til en endelig konklusjon. Dersom man ser på artiklene over tid, viser det seg likevel at man finner mindre og mindre forskjeller mellom blandet eierskap og privat eierskap.

4.5.2 Rolleblending, pressgrupper og særinteresser

En av grunnene til at del-eide offentlige selskaper vil prestere dårligere enn tilsvarende private, er den rolleblanding det offentlige kommer opp i ved enkelte situasjoner. Dersom det offentlige trekker inn politiske og samfunnsmessige betraktninger, og trekker slutninger på grunnlag av dette, vil staten med en kontrollerende posisjon kunne ta ut fordeler som kun kommer staten og ikke de andre eierne til gode. Dette er en form a majoritet – minoritet problemet. Et aktuelt tema her er hvor lett det er for andre interessegrupper og pressgrupper å få gjennomslag for sine krav når en står overfor en offentlig eier i motsetning til en privat eier. Som offentlig eier har man flere agendaer enn økonomisk profitt, nemlig fordeling av

ressurser og regionspolitikk. Når det offentlige eier forretningsvirksomhet har dette tradisjonelt hatt en forretningsmessig og industripolitisk/ samfunnsøkonomisk hensikt. En av de vanskeligste problemstillingene som til stadighet dukker opp, er når delvis offentlig eid ”hjørnesteinsbedrifter” viser til dårlig lønnsomhet, og er truet av konkurs. I slike tilfeller kommer det ofte press fra særinteresser som ønsker at det aktuelle selskapet skal reddes fra likvidasjon, slik at lokalsamfunn også overlever. Særinteressene vil i denne sammenheng ikke vurdere situasjonen fra et bedriftsøkonomisk synspunkt. Spørsmålet i denne sammenheng er om staten tar et samfunnsøkonomisk standpunkt eller et særinteressestandpunkt. All usikkerheten rundt en økonomisk analyse av for eksempel nedleggelsen av en ”hjørnesteinsbedrift” gjør det vanskelig å lage en korrekt samfunnsøkonomisk analyse. Denne dobbeltrollen har ført til vanskelige avveininger mellom det rene forretningsmessige og det politiske hensyn. Det politiske synet og de politiske handlinger vil således gjerne skifte i takt med endringer i regjeringmakten. Problemet er at det kan være vanskelig for staten å binde seg til å opptre som en konsekvent eier når den har mange ulike målsetninger med eierskap. Eksempler som Årdalstangen (Norsk Hydro) viser at politikerne har prøvd å påvirke selskapets beslutning om å legge ned ulønnsomme bedrifter og flytte produksjon.

I håp om å kunne unngå slike konfrontasjoner driver de enkelte regjeringene en næringspolitikk hvor en ønsker å bekle viktige styreposter i selskaper som den norske stat eier. For viktige samfunnsmessige styreverv som Norges Bank, Kredittilsynet og Banksikringsfondet, vil andre hensyn enn det faglige ligge til grunn for utvelgelsen. Når det kommer til styreverv for ren forretningsvirksomhet har det vært praksis at hensyn om representasjon viker for faglige hensyn [Greve, 1995]. Det har vært en endring på dette området, hvor politikere ønsker en bred samfunnsrepresentasjon. Generelt ønsker man å ha en styreformann og noen støttespillere som er meget faglig sterke i forhold til selskapets oppgaver. Utover denne kjernen i styret kan en vike på faglige krav for å oppfylle eventuelle krav om representasjon. Endelig avgjørelse i styresammensetningen er oftest Kongen i statsråd, og den politiske ledelsen vil i en rekke tilfeller ha egne kandidater som legges inn i stedet for forslaget fra embetsverket. Denne endringen kom klart til syne når Statoil, med statens 70 % eierskap, sin styreleder Lindbæk gikk av og en ny styreleder skulle velges. Valgkomiteen innstilte Johan Fredrik Odfjell som ny styreleder etter at å ha forvisset seg om støtte fra statsminister Stoltenberg og olje og energiminister Enoksen. Odfjell var valgt som komiteens beste kandidat og hadde tunge verv bak seg i norske industribedrifter. Likevel er

det et mål fra regjeringen å utøve en aktiv næringspolitikk, og etter press fra venstresiden endret Stoltenberg standpunkt. Odfjell ble presset eller valgte frivillig å gå av på grunn av diskusjonen rundt hans private etterlønnssavtale, og sin tro på markedsmekanismene som vanligvis blir assosiert med høyresiden. At staten som største eier gikk i mot en godt kvalifisert kandidat for å vise sin politiske bakgrunn, gikk altså på bekostning av de andre eierne i Statoil. Denne saken viser bare hvor vanskelig rollene til staten er, og hvilke fallgruver som kan oppstå når staten opptrer som eier med forskjellige motiver. Saken endte med at Jannik Lindbæk ble overtalt til å fortsette som styreleder etter at Odfjell trakk sitt kandidatur.⁷¹ I det neste kapittelet vil vi fordype oss i hvordan innsideeiere som mekanisme for ES opptrer i sammenheng med lønnsomhet.

⁷¹ Dagens Næringsliv i perioden 26. mai – 2. juni 2006

5. Innsideeiere

Når Bøhren [2005] tar for seg innsideeiere, omhandler dette eiere som deltar i styret og/eller den daglige ledelsen av selskapet. Som nevnt tidligere kaller man disse eierne gjerne for primærinnsidere. Andre forskere vurderer innsideeier til å gjelde bare styremedlemmer [Morck et al 1988], mens andre igjen fokuserer kun på ledelsen [Hermalin og Weisbach, 1991]. Diskusjonen vedrørende innsideeiere, er i denne sammenheng gjerne relatert til problemstillinger med separasjon av eierskap og kontroll. Problemstillingen her er om eier tar aktiv del i eierstyringen eller forholder seg passiv. Det er når man skiller eierskap og kontroll at man for eksempel kan risikere at ledelsens handlinger bryter med andre aksjeeiers ønsker. For eksempel kan ledelsen velge å forfølge sin egen agenda, og dermed være mer opptatt av å maksimere egen nytte. En konsekvens av dette er gjerne manglende maksimering av aksjeeiernes verdier. En del forskning tar for seg slike problemstillinger, og vi vil nå ta for oss forskning som fokuserer på sammenhengen mellom innsideeierskap og lønnsomhet. En rekke påstander om denne sammenhengen er blitt framsatt. Blant annet fremhever Bøhren [2005] to teoretiske hovedargumenter for at innsideeierskap er gunstig. Først og fremst påpeker han at selskapsledelse med eierskap vil redusere kløften mellom eierskap og kontroll, og for det andre vil en aksjonær som er innsideeier ha bedre informasjon og mer innflytelse enn en som er utsideeier. Dessuten vil ledelse og styre med eierandeler i eget selskap ha mer incentiver til å styre selskapet opp mot sitt potensial. Dette har å gjøre med at ledelsens og styrets nytte da vil samsvare mer med andre aksjonærers nytte. En effekt av dette kan være ytterligere maksimering av selskapets verdier. Bøhren [2005] fremhever at det også eksisterer kostnader forbundet med innsideeierskap. Dersom store eiere får for mye makt, som for eksempel ved styrerepresentasjon, kan man risikere at majoritetseierne handler til eget beste uten å ta hensyn til minoritetene. Fristelsen og sannsynligheten for at innsideeierne beriker seg på de andre eiernes bekostning øker i slike situasjoner.

Ikke all forskning er enig med Bøhren [2005], og generelt er teoretikernes oppfatning av innsideeierskap og dets sammenheng til lønnsomhet langt fra homogen. I denne sammenheng har Mathiesen [2002] valgt å sammenfatte deler av forskningen. Han gjør samtidig også rede for 5 grunnleggende hypoteser som utmerker seg for forskning innen innsideeierskap og dets sammenheng til lønnsomhet. Alle hypotesene omhandler det samme forholdet og de

forskjellige hypotesene er som følger *i)* Lønnsomhet er en økende funksjon av graden av innsideeiere *ii)* Lønnsomhet er en synkende funksjon av graden av innsideeiere, *iii)* Lønnsomhet er en ikke-monoton funksjon av graden av innsideeiere *iv)* Gradene av innsideeiere er en økende funksjon av lønnsomhet, *v)* Det er ingen sammenheng mellom graden av innsideeierskap og lønnsomhet og vica versa. Som vi ser er hypotese *i)* og *ii)* motstridende, ved at man forventer å finne resultater i motsatt retning. Derimot kan man si at hypotese *iii)* er en kombinasjon av hypotese *i)* og *ii)*. Ved at man for noen intervaller finner en synkende funksjon mellom innsideeierskap og lønnsomhet, mens for andre finner en økende funksjon. Hypotese *iv)* derimot er noe annerledes da denne hevder at årsakssammenhengen går fra lønnsomhet til graden av innsideeiere og ikke omvendt. Således relateres dette til problematikken rundt endogenitet. Det vil si at det er selskapsspesifikke forhold som er den bestemmende faktoren for om ledelsen og styret øker eller reduserer sin eierandel i selskapet. Når det gjelder hypotese *v)* hevder man her at det er lite som taler for at graden av innsideeiere har noe å si for selskapets lønnsomhet, og at det dermed er andre mer betydningsfulle faktorer som er utslagsgivende. I de påfølgende avsnittene vil vi konsentrere oss om de fem hypotesene Mathiesen [2002] legger frem, og den tilhørende empiriske forskning som bygger opp om disse.

5.1 Lønnsomhet er en økende funksjon av graden av innsideeiere

Som kommentert i innledningen på kapittelet hevder denne hypotesen at økende grad av innsideeierskap medfører økende lønnsomhet. En del forskning finner bevis for at selskaper med høy grad av innsideeierskap har høyere lønnsomhet enn selskaper med lav grad av innsideeierskap. Dette er gjerne en effekt av agent-principal relasjoner og agentproblemer. Agentproblemer er fremtredene når beslutningstakeren (agenten) ikke har store velferdseffekter knyttet til beslutningen. Uten effektive kontrollmidler vil da ledere ha større mulighet for å ta beslutninger som avviker fra hva som er optimalt for principalen [Fama og Jensen 1983]. I så måte kan direkte eierskap og innsideposisjoner fungere som et kontrollmiddel ved å forene ledelse og eiere. Selskaper som er preget av slikt eierskap og eierkontroll vil oppnå bedre samsvar mellom aksjonærenes interesser og ledelsens beslutninger og handlinger. Dette kan medføre opprettholdt fokus på å maksimere selskapets verdier. Jensen og Meckling [1976] støtter dette og hevder at dersom ledelsen eier en relativ

høy andel av selskapets aksjer vil ledelsen yte mer og selskapets lønnsomhet øke. Dette skyldes det faktum at når ledelsen går fra å være uavhengige til å bli innsidere, vil deres nytte i å optimalisere drift og lønnsomhet samsvarer mer med eiers nytte. Som vi var inne på i avsnitt 2.1, *Separasjon av eierskap og kontroll*, var Adam Smith [1776] en av de første til å erkjenne dette. Nærmere 200 år etter og i en relativ tidlig fase av dagens forskning innen emnet, ser Monsen, Chui og Cooley [1968] på forskjeller i avkastning til selskaper som er henholdsvis ledelses- og eierkontrollerte. Deres resultater viser en signifikant forskjell i avkastning på egenkapitalen mellom selskaper med forskjeller i kontroll. De finner at ledelseskontrollerte selskaper generelt er mindre lønnsomme enn eierkontrollerte selskaper. Resultatene antyder også at tilstedeværelse av mektige eiergrupperinger øker ledelsens oppmerksomhet mot aksjonærs interesser. Likevel er det nesten umulig ved spredt eierskap å oppnå fullt samsvar mellom ledelsens og aksjonærs interesser og nytte. En generell oppfatning er at desto mindre ledelsen eier, desto mer risiko ved dårlig ledelse vil overføres og bæres av de andre aksjonærene. Bare som eneeier vil ledelsen ha 100 % interesse i å maksimere selskapets verdi istedenfor å prioritere egne mål. I et scenario hvor 100 % eierskap bæres av leder selv, vil dermed også all risiko tilfalle leder [Mathiesen 2002].

Radice [1971] gjør undersøkelser der han fokuserer på forskjeller i langsiktig lønnsomhet og ytelse for store britiske selskaper i tre forskjellige industrier. De tre industriene er innen produksjon av tekstiler, matvarer og elektriske artikler. Han finner at eierkontrollerte selskaper i gjennomsnitt har en høyere avkastning, lønnsomhet og vekstrate enn ledelseskontrollerte selskaper. Likevel gir hans resultater ikke grunnlag for å konkludere med at dette stemmer for alle industrier, da matindustrien viser lavere avkastning men høyere vekstrate. Andre studier av store britiske selskaper finner også klare indikasjoner på at eierkontroll er den mest lønnsomme formen for eierskap og kontroll [Steer og Cable 1978].

Stano [1976] undersøker et utvalg på 354 selskaper fra Fortune 500⁷². Han argumenterer for at man må ta hensyn til risiko når man sammenligner selskaper, og gjør nettopp det ved å sammenligne risikojusterte tall. Blant annet finner han at eierkontrollerte selskaper har en signifikant høyere vekstrate i resultat per aksje enn ledelseskontrollerte. Han understreker at dette kan være et resultat av at ledelsen i eierkontrollerte selskaper tar mer hensyn til sitt

⁷² Fortune 500 er en liste publisert årlig av Fortune Magazine, hvor de 500 største industriselskapene rangeres etter salgsinntekt.

beslutningsansvar ettersom de er avhengige av de kontrollerende eiernes oppfatning av deres prestasjoner. Dette påfører ledelsen et større ansvar og press i å unngå beslutninger som vil redusere den forventede vekstraten i resultatene, og der igjen redusere aksjonærenes verdier. Stano [1976] beregner i denne sammenheng den årlig aksjeavkastning på sterke eierkontrollerte selskaper til å være 3,2 prosentpoeng høyere enn for ledelseskontrollerte selskaper. Oswald og Jahera [1991] mener derimot at den signifikante sammenhengen mellom eierskap og lønnsomhet, som indikeres i deres egne resultater, relaterer seg til en bedre beslutningsprosess når innsideeierskapet økes. Dette vil dermed kunne medføre bedre lønnsomhet som igjen kan gi høyere utbyttebetalinger til aksjonærene. Når Oswald og Jahera [1991] gjør sine analyser kontrollerer de for blant annet forskjeller i størrelse mellom selskapene. Da unngår de at en eventuell sammenheng mellom innsideeierskap og lønnsomhet relateres til selskapenes størrelse. I denne sammenheng viser det seg at selskapets størrelse ikke har noen påvirkning på oppnådde resultater. Oswald og Jahera [1991] hevder deres resultater kan være et bevis på at det lønner seg å gi individer i selskapet eierandel slik at ledelsens interesser samsvarer mer med selskapets. Bare da kan man virkelig samlet forfølge langsiktig lønnsomhet.

Mehran [1995] ser på hvordan ledelsen kompenseres for sin innsats i 153 tilfeldig valgte produksjonsbedrifter i perioden 1979-1980. Han finner at det er mer formen enn størrelsen på kompensasjonene som motiverer ledelsen til å øke selskapets verdi. I denne sammenheng er selskapets lønnsomhet positivt relatert til andelen av ledelsens kompensasjon som er knyttet opp mot egenkapitalen. Den er også positivt relatert til andel av egenkapital i selskapet som allerede eies av ledelsen. Dermed konkluderer Mehran [1995] at det er en positiv sammenheng mellom utsiktene for økt innsideeierskap samt andelen innsideeierskap og lønnsomhet. Denne sammenhengen finner også Gugler [1999] som konkluderer med at eierkontrollerte selskaper har en signifikant bedre lønnsomhet enn ledelseskontrollerte selskaper. Enkelte resultater indikerer dessuten at ved å øke eierkontrollen med 1 % vil man kunne øke lønnsomheten med 1.89 %, avkastningen på eiernes kapital med 4.45 % og salgsveksten med 5.06 % per år og øke netto eiendeler med 10.59 % per år [Leech og Leahy 1991].

Foruten at forskning hevder økt innsideeierskap medfører direkte økt lønnsomhet i selskapet, kan også innsideeierskap ha en mer indirekte effekt. Dette er effekten med økt premie til aksjonærene ved en eventuell overtakelse. Dette skyldes at ledelsen som eier, da gjerne yter

sitt ytterste i forhandlingene med overtager og gjennomfører forhandlingene mer effektivt. Overtaker kan da bli tvunget til å betale en høyere sum for å fullføre overtakelsen. Eierskap blant ledelsen vil dermed ha en positiv effekt på avkastning for aksjonærer i det overtatte selskapet. Dette er en effekt som kommer alle eierne til gode, også de som ikke sitter i innsideposisjon. Effekten er likevel bare signifikant i situasjoner hvor ledelsen motsetter seg overtakelse, men ikke blokkerer den [Song og Walking 1993]. Cotter og Zenner [1994] støtter disse resultatene og hevder at dersom ledelsen kontrollerer en relativ høy andel av stemmeberettigede aksjer, reduseres sannsynligheten for en vellykket overtakelse fra et annet selskap. Da vil premien ved en eventuell vellykket overtakelse øke. Når premien ved en eventuell vellykket overtakelse øker, vil også avkastningen til aksjonærene øke. Dette betyr at å motsette seg overtakelse er gunstig for å oppnå en høyere premie per aksje, så lenge motstanden mot overtakelsen som sagt ikke er en blokkering. Ved en blokkering kan man risikere at aksjonærenes verdier ikke maksimeres, ved at en overtakelse kunne vært det mest hensiktsmessige i den aktuelle situasjonen. Som vi ser er det flere studier som preges av resultater som antyder positiv sammenheng mellom økt innsidееierskap og økt lønnsomhet. Likevel finnes det forskning som finner indikasjoner på det motsatte. I det neste avsnittet vil vi ta for oss disse forskningsresultatene.

5.2 Lønnsomhet er en synkende funksjon av graden av innsidееiere

Dette avsnittet er viet til hypotesen om at lønnsomhet er en synkende funksjon av graden av innsidееiere. Forskning som støtter denne hypotesen finner beviser for at selskaper med lav grad av innsidere har bedre lønnsomhet enn selskaper med høy grad av innsidere. Det vil dermed være hensiktsmessig å minimere graden av innsidееiere når aksjonærenes verdier skal maksimeres.

Teorien innen ES benytter generelt to argumenter for å forklare hvorfor forskning finner at lønnsomhet er en reduserende funksjon av graden av innsidееiere. Det første argumentet omhandler kapitalkostnader. I hovedsak dreier dette argumentet seg om at en økning i eierkonsentrasjon reduserer lønnsomheten/avkastningen ettersom det øker selskapets kapitalkostnader. Kapitalkostnadene øker som følge av redusert markedslikviditet eller reduserte muligheter for diversifisering for investorene. [Fama og Jensen 1983]. Redusert markedslikviditet er et resultat av at færre aksjer i selskapet er lett omsettelig og tilgjengelig i

markedet⁷³. Det andre argumentet for at lønnsomhet er en reduserende funksjon av innsideeierskap tar for seg problemstillingen med forskansning. Forskansning dreier seg om situasjoner hvor selskaper med høy eierandel av ledere og innsideeiere opplever at innsideeiere kommer i en maktposisjon hvor de ikke lenger trenger å ta hensyn til andre interessers meninger og ønsker. Når innsideeierens makt blir tilstrekkelig sterk, kan de da redusere fokuset på maksimering av lønnsomhet for selskapet som helhet, og heller prioritere egne mål og agendaer. Da kan man oppleve at andre aksjonærers interesser nedprioriteres, ettersom innsideeiere kan oppnå større nytte ved å prioritere strategisk posisjoneringen av selskapet, som maksimerer ens egen nytte og velferd. Dette vil gjerne gå på bekostning av maksimering av selskapets verdier [Mork et al 1988].

Forskning som ser lønnsomhet som en synkende funksjon av graden av innsideeier er noe begrenset. Likevel støtter resultatene til Ware [1975] opp om dette, når han undersøker 74 amerikanske selskaper innen matvareindustrien. Hans konklusjoner bygger på en analyse av forskjeller i selskapenes avkastning på egenkapitalen. Det vil si når de er henholdsvis ledelses- og eierkontrollerte. Blant de 74 selskapene finner Ware [1975] at eierkontrollerte selskaper er signifikant mindre lønnsomme enn lederkontrollerte selskaper. På tross av dette viser det seg at eierkontrollerte selskaper har et signifikant høyere nettosalg per ansatt og en høyere tilbakeholdt fortjeneste i forhold til netto inntekt. I denne sammenheng mener Ware [1975] at selskapets størrelse er mer bestemmende enn selskapets eierstruktur, for om man opplever problemstillinger knyttet til agent-principal relasjoner. Dermed hevder han at agent-principal problemer er mer omfattende for større selskaper enn for selskaper med en spesiell eierstruktur. Senere har forskere argumentert mot dette, og blant annet hevder Jensen og Meckling [1976] og Mathiesen [2002] at så lenge det eksisterer separasjon mellom eierskap og kontroll vil man oppleve problemstillinger relatert til agent-principal relasjoner.

Det er også foretatt andre bransjespesifikke studier som den Ware [1975] foretar. En studie av Adams og Santos [2004] tar for seg bankvirksomhet. Da sammenligner man mest mulig homogene selskaper. De undersøker Tobins Q og ROA, og finner indikasjoner av en positiv sammenheng mellom ledelseskontroll og selskapets lønnsomhet. Likevel antyder også

⁷³ Oslo Børs har retningslinjer og krav til selskaper som ønsker notering på Oslo Børs. Et av hovedkravene er at minst 25 % av aksjene skal gjøres tilgjengelig for handel i markedet. En metode selskapene benytter for å oppfylle dette kravet er en utvanning av eksisterende aksjonærer, ved en emisjon hvor nye aksjer utstedes.

resultatene at for mye kontroll i ledelsens hender kan være ødeleggende for selskapets lønnsomhet [Adams og Santos 2004].

Det finnes også studier som benytter seg av data fra Europa, og som støtter hypotesen om at lønnsomhet er en synkende funksjon av graden av innsideeiere. Thonet og Poensgen [1979] studerer 300 selskaper som var børsnotert i tidligere Vest-Tyskland. Deres studie finner beviser for at avkastning på egenkapitalen er høyere for ledelseskонтроllerte selskaper enn for eierkontrollerte selskaper. Totalt viser det seg at selskaper som er ledelseskонтроllerte har 2,5 prosentpoeng høyere avkastning på egenkapitalen enn eierkontrollerte. Dessuten er bokverdien av selskapets aktiva 10 % høyere dersom selskapet er ledelseskонтроllert istedenfor eierkontrollert. På dette grunnlaget gir deres resultater en klar indikasjon på at lønnsomhet er en synkende funksjon av graden av innsideeier. Et virkemiddel for å maksimere aksjonærens verdier er i så måte å begrense graden av eierkontroll og innsideeiere.

Nyere forskning støtter bare i begrenset grad studiene vi har tatt for oss til nå i dette avsnittet. Likevel som nevnt i punkt 2.2.2, *Markedsløsninger*, kan lønnsomheten også påvirkes indirekte gjennom blant annet overtakelser. Det vil si at graden av innsideeiere påvirker en eventuell overtakelse. Dette kan for eksempel være en situasjon hvor ledelsen som insider, streber etter å blokkere den forestående overtakelsen. En relativ ny studie er foretatt av Boyle, Carter og Stover [1998] tar for seg situasjoner med overtakelser og blokkering. Deres hovedfokus er på vedtekter som er ment å hindre overtakelse. I hovedsak identifiserer de to forskjellige måter innsideeier og ledelse kan sikre seg på. Dette er enten gjennom direkte å ha aksjemajoritet eller indirekte ved å vedta vedtekter som begrenser muligheten for overtakelse. Som også nevnt i punkt 2.2.2, *Markedsløsninger*, tilfaller det meste av den positive synergien ved en overtakelse det overtatte selskapets aksjonærer. Vedtekter som begrenser sannsynligheten for overtakelse, vil dermed indirekte påvirke avkastningen til aksjonærene negativt. En gruppe innsideeiere som makter å blokkere oppkjøp og overtakelse vil dermed redusere sannsynligheten for overtakelse, og samtidig eliminere/ redusere sannsynligheten for at den ekstraordinær avkastningen forbundet med overtakelser, tilfaller aksjonærene. Vedtektene vil derimot være positiv for innsideeier, ved at nåværende posisjon i selskapet sikres. Som nevnt tidligere i avsnitt 5.1 kan man også maksimere verdi til aksjeeierne, dersom man motsetter seg overtakelse slik at man oppnår høyere pris per aksje. Likevel vil dette bare være gunstig i en situasjon hvor innsideeierne etter hvert godtar budet.

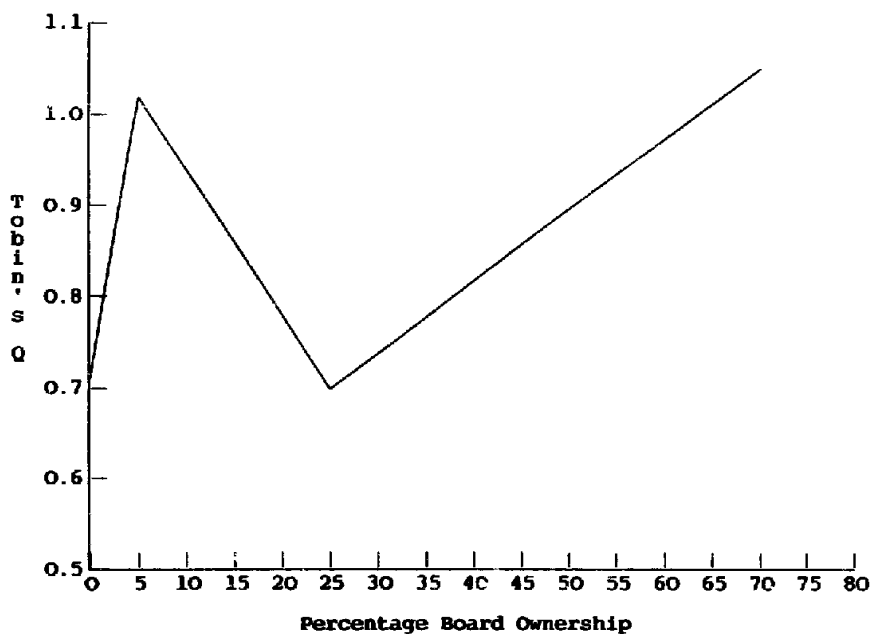
Man kan derfor oppsummere med at vedtekter framsatt og vedtatt av innsideeiere, for å hindre en hver form for overtakelse, reduserer aksjonærenes verdier og sikrer innsideeieres interesser. Da vil eierkontroll gjerne være forbundet med dårligere lønnsomhet/prestasjoner enn ledelseskontroll. I det kommende avsnittet vil vi ta for oss en hypotese som kan sies å være en kombinasjon av hypotesene om at innsideeierskap påvirker lønnsomhet negativt, og i motsatt fall at innsideeierskap påvirker lønnsomheten positivt.

5.3 Lønnsomhet en ikke-monoton funksjon av graden av innsideeiere

Forskning som kan kategoriseres under denne hypotesen hevder at man ikke bare kan konkludere med at lønnsomhet enten er en økende eller reduserende funksjon av graden av innsideeiere. Hypotesen og dets støttespiller hevder derimot at det er mer trolig å oppleve at lønnsomheten påvirkes positivt og negativt for forskjellige nivåer av innsideeierskap. Derfor er hovedfokuset flyttet fra lineære sammenhenger til ikke-lineære sammenhenger mellom innsideeierskap og lønnsomhet. Graden av innsideeierskap og dets påvirkning på lønnsomhet skifter innen intervaller. For enkelte intervaller vil man forvente å finne positiv effekt av innsideeierskap på lønnsomhet, og for andre intervaller en negativ effekt.

Stultz [1988] presenterer en modell som predikerer et tak for verdier av innsideeierskap som er med på å påvirke lønnsomheten positivt. Modellen kombinerer argumentet om premie ved overtakelser og argumentet med innsidere som forskanser sine posisjoner. Argumentet som omhandler overtakelser hevder at en situasjon hvor ledelsen har eierinteresser ved en overtakelse, vil gi incentiver til at lederne yter mer motstand mot overtaker. På denne måten vil overtaker bli tvunget til å betale en høyere pris per aksje noe som også vil medføre en høyere premie til aksjonærene. Likevel er motstanden mot overtakelse fra ledelsens side bare forbundet med positiv effekt på lønnsomhet til et visst nivå. Argumentet om forskansende ledelse dominere for høyere nivåer av innsideeierskap og påvirker avkastningen og lønnsomheten negativt. Dermed vil man kunne forvente å finne at selskapets verdier først øker for deretter å synke etter hvert som graden av innsideeiere øker. Det er flere forskere som har argumentert for lignende observasjoner av innsideeierskap og dets påvirkning på lønnsomhet.

Morck, Shleifer og Vishny [1988] er kanskje mest kjent for å argumentere for at sammenhengen mellom innsideeierskap og lønnsomhet er ikke-monoton. Deres studie består av et datasett fra 1980 som omfatter 371 selskaper fra Fortune 500, og hvor graden av innsideeiere blir sett på som styremedlemmenes aksjebeholdning i selskapet. Resultatene deres er meget interessante og figuren under er hentet fra deres forskning. Figuren kan på sett og vis fungere som en grafisk oppsummering av deres forskning.



Figur 5: Sammenhengen mellom eierskap av styremedlemmer og Tobins Q fra 1980 [Morck et al. 1988]

Som figuren viser finner Morck et al. [1988] at Tobins Q stiger etter hvert som styremedlemmenes eierandel øker fra 0 % til 5 %. Det er indikasjoner på at hypotese 1 er dominerende i dette intervallet. Derimot når eierandelen ligger i intervallet 5 % opp til 25 % synker Tobins Q. Her vil altså innsideeierskap redusere avkastningen til aksjonærene. Disse resultatene indikerer dermed at hypotese 2 er mest korrekt i dette intervallet. Videre ser vi at Tobins Q snur fra negativ til positiv trend for eierandeler av styret over 25 %. Likevel er det verdt å merke seg at Tobins Q stiger langsommere enn den gjorde fra 0 % til 5 % eierandel, og oppnår ikke samme verdi som den hadde ved 5 % eierandel før eierandelen er kommet opp i 65 %. Stigningsgraden fra 25 % og oppover er derfor vesentlig lavere enn den var fra 0 % til 5 % eierandel. Alt innsideeierskap av styret utenfor disse nivåene til figuren vil ikke maksimere selskapet og aksjonærenes verdier. Funnene til Morck et al [1988] relatert til eierstruktur og lønnsomhet er gjerne et resultat av to effekter. En av effektene er effekten av

samsvarende interesser. Effekten av samsvarende interesser finner vi når selskapets ledelse øker sin andel i selskapet fra 0 % til 5 %. Da vil de samtidig øke samsvaret mellom deres og aksjonærenes interesser og nytte. Dermed vil ledelsens incentiver øke i takt med eierskapet opp til 5 %, i å maksimere selskapets verdi. Denne effekten dominerer ved lave og høye eierandeler. For eierandeler over 25 % vil effekten av samsvarende interesser på ny dominere, blant annet som en følge av manglende diversifisering. Når innsideeier får høyere eierandel i selskapet de leder, vil de sannsynligvis ha en større andel av sin formue investert i selskapet. Da er deres eksponering i selskapet større og deres formue er mindre diversifisert og inneholder mer risiko. En innsideeier vil da ha mer incentiver til å maksimere selskapets verdier, ettersom dette er til egen nytte. I denne situasjonen vil altså innsideeierens nytte samsvare mer med de andre aksjonærenes nytte, og man kan oppleve en situasjon hvor det prioriteres å maksimere verdien av selskapet.

Hermalin og Weisback [1991] finner noe andre tall ved lavt eierskap enn hva Morck et al [1988] gjør. Deres undersøkelse er av 134 selskaper fra NYSE i årene 1971, 1974, 1977, 1980, 1983. De finner en signifikant sammenheng mellom eierskap av øverste ledelsen (CEOs) og lønnsomheten til selskapet. Hvor lønnsomheten øker signifikant for eierskap av CEOs i intervallet 0 % til 1 % og reduseres signifikant for eierskap av CEOs i intervallet 1 % til 5 %. De avvikende resultatene kan være et resultat av at Morck et al. [1988] tar for seg styremedlemmer med eierskap, mens Hermalin og Weisback [1991] undersøker eierskap blant CEOs. Kumar et al [2004] undersøker eierskap av styremedlemmene (directors) for 2575 indiske selskaper i perioden 1994-2000. De benytter ROA som mål på lønnsomhet, og finner at lønnsomheten reduseres etter hvert som styremedlemmenes (directors) eierandel stiger fra 0 til 24 %. For eierandeler over 24 %, forbedres lønnsomheten igjen. Dermed vil Kumar et al. [2004] kunne beskrives sammenhengen som en konveks kurve.

I følge Morck et al [1988] er det forskansningseffekten som dominerer for eierandeler i sjiktet 5 % til 25 %. Da har innsideeiere oppnådd tilstrekkelig eierandel og makt til at de kan motstå et hvert forsøk på overtakelse. Dermed vil maktposisjonene ledelsen er i kunne medføre at de resterende aksjonærens interesser nedprioriteres [Morck et al 1988]. Et resultat er gjerne at andre mål enn lønnsomhet forfølges og selskapets ressurser sløses. Dette forklarer noe av den negative trenden forskningen finner for Tobins Q og innsideeierskap mellom 5 % til 25 %.

Andre som har benyttet seg av Morck et al [1988] metodikk er blant andre Holderness, Kroszner og Sheehan [1999], Gugler, et al [2003], Short og Keasey [1998] og Mudambi og Nicosia [1998]. Holdernes, Kroszner og Sheehan [1999] undersøker hvordan graden av innsideeiere har endret seg over en periode på 60 år. Deres resultater viser at innsideeierskap i 1932 var mindre vanlig enn i 1995, ved at andelen innsideeier økte fra henholdsvis 13 % til 21 %. I denne anledning undersøker de også sammenhengen mellom lønnsomhet og innsideeierskap for 1236 børsnoterte selskaper i 1935, og 3759 børsnoterte selskaper i 1995. Resultatene for året 1935 er meget like de resultatene Morck et al [1988] finner i sin forskning. For 1935 viser resultatene en positiv signifikant sammenheng mellom lønnsomhet og eierskap av styremedlemmer i sjiktet 0 % til 5 % innsideeierskap, mens mellom 5 % og 25 % er det en negativ signifikant sammenheng. For innsideeierskap over 25 % er derimot resultatene ikke i samsvar med Morck et al. [1988]. Holderness, Kroszner og Sheehan [1999] finner nemlig en negativ sammenheng mellom lønnsomhet og graden av innsideeiere i dette intervallet. Det er likevel verdt å nevne at denne observasjonen ikke er signifikant. Dette skyldes også det faktum at 1935 inneholder relativt få observasjoner hvor innsideeierne står med mer en 25 % eierandel. Når det gjelder undersøkelser relatert til dataene fra 1995 finner de en positiv signifikant sammenheng mellom lønnsomhet og innsideeiere for eierskap over 25 %. Resultatene viser derimot ingen signifikante sammenhenger for lavere andeler av innsideeierskap. Dette kan tyde på at sammenhengen mellom lønnsomhet og eierskap er lavere enn for tidligere perioder. Gugler et al [2003] støtter derimot opp om Morck et al [1988]. I deres undersøkelser av selskaper i USA, finner de at avkastning på investeringer øker med innsideeierskap fra 0 – 22 %, reduseres fra 22 - 68 % før den for verdier over 68 % igjen øker. En ikke-monoton sammenheng for Tobins Q og innsideeierskap finner også Short og Keasey [1998]. De undersøker britiske selskaper, og finner noen lavere verdier enn Gugler et al. [2003]. Resultatene viser at Tobins Q er positivt relatert for innsideeierskap fra 0 -13 %, negativt relatert fra 13 – 42 %, før det på nytt finnes en positiv sammenheng for eierskap over 42 %. Deres konklusjon er at eierskap av innsidere mellom 13 og 42 % opplever en tilstand hvor utnyttelse av selskapets ressurser dominerer. For høyere verdier derimot, vil innsideeiere ha investert tilstrekkelig av sin formue i selskapet, slik at deres nytte samsvarer mer med resterende eieres nytte. Når Short og Keasey [1998] benytter ROE⁷⁴ som mål på lønnsomhet finner de noe andre resultater. Det er positiv sammenheng mellom 0 –

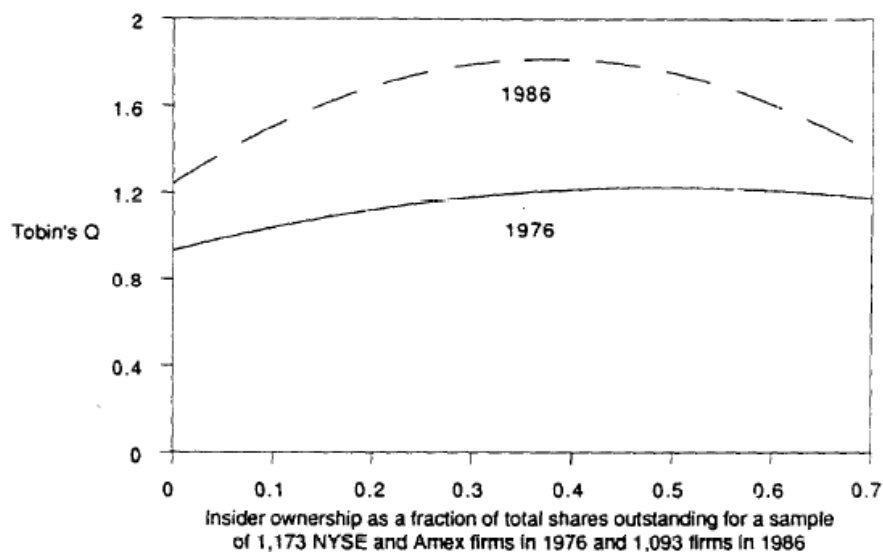
⁷⁴ ROE er forkortelse for return on equity.

15,6 %, negativ sammenheng mellom 15,6 – 41,8 % og positiv sammenheng for eierandeler over 41,8 %. Dermed er det klart at målet på lønnsomhet har til en hvis grad påvirkning på resultatene. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 7.

Mudambi og Nicosia [1998] undersøker innsideeierskap og lønnsomhet for 111 britiske selskaper i finanssektoren. Deres resultater indikerer en ikke-monoton sammenheng hvor innsideeierskap mellom 0 og 11 % påvirker lønnsomheten positivt. Innsideeierskap mellom 11 og 25 % påvirker lønnsomheten negativt, før sammenhengen er positiv igjen for innsideeierskap over 25 %. Intervallene formes gjerne som en effekt av at ekspropriering av selskapets ressurser dominerer for noen nivåer på eierskap, mens for andre verdier på eierskap vil samsvarende nytte mellom innside- og utsideeier dominere. Samsvarende nytte og ekspropriering er gjennomgående forklaringene på de ikke-monotone funnene når sammenhengen mellom eierskap og lønnsomhet undersøkes. På tross av disse funnene kommenterer Yammeesri og Lodh [2003] at deres resultater ikke støtter opp om ikke-monotone sammenhenger mellom innsideeierskap og lønnsomhet når de benytter datamateriale for Thailand fra 1993-1996. Dette kan være en indikasjon på at forskning til nå er påvirket av lokale effekter og ikke av absolutte sannheter.

McConnell og Servaes [1990] har en litt annen måte å angripe forskningen på enn Morck et al. [1988]. De benytter seg av en kvadratisk funksjon og et datasett som er mer omfattende enn det Morck et al. [1988] benytter. Dessuten velger de å definere innsideeiere som ledelse og styremedlemmer med eierandeler/aksjer i eget selskap. Dette medfører at deres studie kan sies å være mer presis enn studiet foretatt av Morck et al. [1988]. Datasettet McConnell og Servaes [1990] benytter består av eierdata for 1100 selskaper som enten var børsnotert på NYSE eller AMEX⁷⁵ i årene 1976 og 1986. Etersom deres studie består av et større utvalg er det grunn til å tro at deres selskapsdata er mer heterogene når det kommer til selskapsstørrelse. Dessuten utvider de definisjonen av innsideeierskap til ikke bare å omfatte styremedlemmer med eierinteresser, men også ledelse med eierinteresser. Figur 6 beskriver resultatene McConnell og Servaes [1990] kom frem til.

⁷⁵ Amex står for American Stock Exchange



Figur 6: Tobins Q som en funksjon av graden av innsideeiere [McConnell og Servaes 1990].

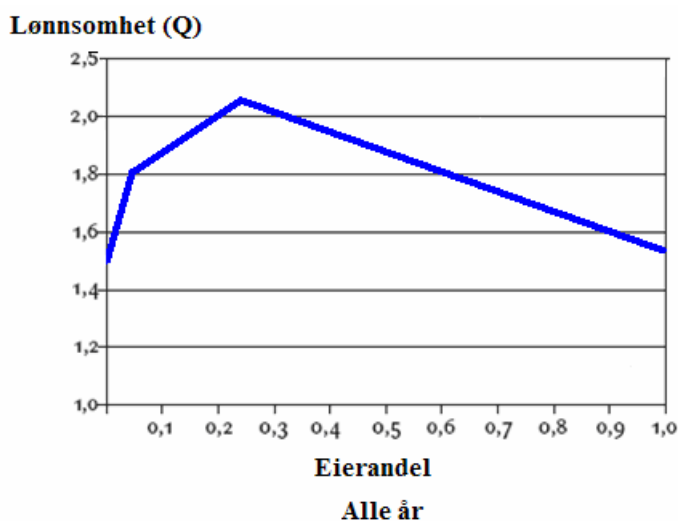
McConnell og Servaes [1990] finner en sterk konkav sammenheng mellom innsideeiere og Tobins Q ⁷⁶. I en senere studie ser denne sammenhengen også ut til å stemme for både selskaper som opplever lav vekst og selskaper som opplever høy vekst [McConnell og Servaes, 1995]. De har dermed identifisert at det optimale settet av innsideeiere representerer et tak, noe som støtter Stultz [1988] sine argumenter. De estimerte toppunktene for Tobins Q er 49 % innsideeiere i 1976 og 38 % innsideeiere i 1986. For lavere eierandeler fra 1976 finner de en 1 til 1 sammenheng mellom innsideeiere og Tobins Q . Det vil si at en 10 % økning i innsideeierskap ville omtrent medført en 10 % økning i lønnsomhet. For lavere eierandeler fra 1986 er sammenhengen 1 til 3. Det vil si at en 10 % økning i innsideeierskap ville omtrent medført en 30 % økning i Tobins Q . I det kommende punktet tar vi for oss resultatene som fremkommer når Morck et al [1988] og McConnell og Servaes [1990] metodikk er benyttet på norske data.

5.3.1 Morck et al. og McConnell og Servaes metodikk med norske data

Både metodikken til McConnell og Servaes [1990] og Morck et al [1988] er meget anerkjent og anvendt. Deres fremgangsmåter har også blitt anvendt av Bøhren og Ødegaard [2001a] på norske data om eierskap og lønnsomhet. Datamaterialet som Bøhren og Ødegaard [2001a]

⁷⁶ McConnell og Servaes [1995] finner for datamateriale fra 1988 den samme signifikant kvadratiske sammenheng mellom lønnsomhet (Q) og graden av innsideeiere som for årene 1976 og 1986.

benytter, består av alle selskaper notert på Oslo Børs i perioden 1989-1997. Deres studie er i så måte omfattende og foruten å se på innsideeiere generelt, deler de også opp i undergrupper som ledelse og styrerepresentanter. Generelt er konklusjonene i studie at spredt eierskap er positivt for lønnsomheten⁷⁷, men når de fokuserer på forskjellige eiertyper, som vi har gjort i et tidligere avsnitt, får de noe ulike resultater. Når de angriper problemet slik Morck et al [1988] gjorde finner de en sterk positiv sammenheng mellom Tobins Q og innsideeierskap opp til omtrent 25 %, og en enda sterkere sammenheng fra 0 % til 5 %. Innsideeierskap over 25 % er negativt forbundet med Tobins Q, og samtidig mindre signifikant. Figuren under er en sammenfatning av Bøhren og Ødegaards [2001a] resultater ved anvendelse av Morck et al [1988] sin metode på norske data.



Figur 7: Delvis lineær sammenheng mellom lønnsomhet (Q) og innsideeierskap i børsnoterte norske selskaper, ved benyttelse av Morck et al [1988] metodikk [Bøhren og Ødegaard, 2001a].

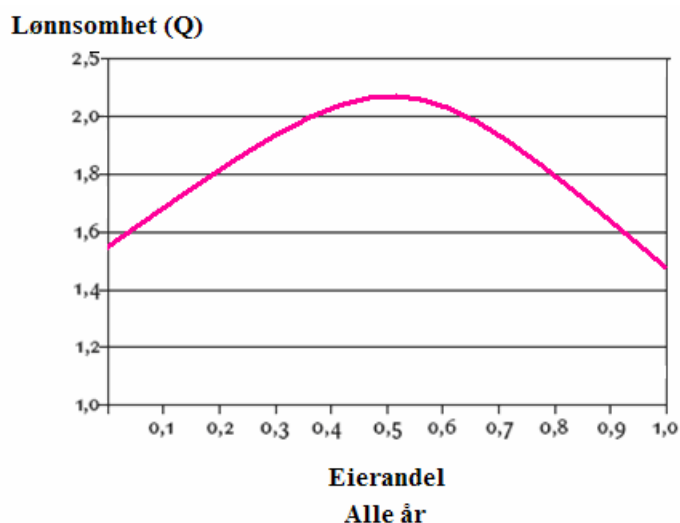
Et interessant trekk ved figur 7 dersom man sammenligner den med figur 5, er at når Morck et al. [1988] finner at eierandel av innsideeier er positiv for lønnsomhet over 25 %, har den en negativ påvirkning på lønnsomhet i Bøhren og Ødegaards forskning. Dette er trolig en effekt av at Bøhren og Ødegaard [2001a] også finner en positiv sammenheng mellom spredt eierskap og selskapers lønnsomhet⁷⁸. Dersom et selskap dermed har en relativ høy andel av

⁷⁷ Se kapitlene 4 og 6 om henholdsvis type eier og eierkonsentrasjon

⁷⁸ Se figur 9, avsnitt 6.3, Empiri med hensyn på eierkonsentrasjon

innsideeierskap, vil det også ha relativ høy grad av eierkonsentrasjon. Dette vil dermed medføre dårligere lønnsomhet enn om man har lav eierkonsentrasjon og dermed også lav innsideeierskap. Likevel skal det også nevnes at den negative effekten av innsideeierskap over 25 % er mindre signifikant i figuren over. Vi tar for oss dette nærmere under avsnitt 6.3 *Empiri med hensyn på eierkonsentrasjon*.

Foruten å angripe de norske data med Morck et al. [1988] sin metodikk, bruker som sagt Bøhren og Ødegaard også McConnell og Servaes [1990] metodikk. Figuren under beskriver de resultatene Bøhren og Ødegaard [2001b] finner når denne metodikken anvendes på norske data.



Figur 8: Den kvadratiske sammenhengen mellom lønnsomhet (Q) og innsideeierskap, ved benyttelse av McConnell og Servaes [1990] metodikk på norske data [Bøhren og Ødegaard 2001].

Figuren indikerer at det er et tak hvor graden av innsideeiere slutter å ha en positiv effekt på lønnsomhet. Vendepunktet på grafen, hvor innsideeierskap går fra positiv til negativ effekt er omtrent ved 50 % eierandel. Resultatene deres viser også at den konkave formen på kurven holder seg når det kontrolleres for gjeldsandel, størrelse og industri. Dessuten kontrollerer Bøhren og Ødegaard [2001a] for alternative definisjoner av innsideeier og potensielle overlappinger mellom kategorier som innsideeiere og store eiere. De finner således robuste resultater som er kontrollert for heterogenitet på tvers av datasettet og som er kontrollert for sensitivitet i definisjoner. Generelt mener Bøhren og Ødegaard [2001a] at deres

fremgangsmåte med McConnell og Servaes [1990] metodikk passer bedre på norske data enn den delvise lineære sammenhengen som Morck et al. [1988] benytter.

I hovedsak finner Bøhren og Ødegaard [2001a] at innsideeiere utgjør en mindre andel enn andre eiergrupperinger i Norge, og med unntak av noen få tilfeller, er innsideeierskap positivt korrelert med lønnsomhet. I denne sammenheng har norske selskaper et betydelig forbedringspotensial. Det gjennomsnittlige selskap på Oslo Børs har et innsideeierskap på bare 8 %. Dette er mye lavere enn hva som observeres andre steder i verden. Kalkuleringer foretatt av Bøhren og Ødegaard indikerer at en økning i innsideandelen fra 8 % til 9 %, ville medført en gjennomsnittlig økning i selskapets markedsverdi på 1 % og en økning i egenkapitalverdien på 4 %. Dette utgjør en verdi på 20 millioner norske kroner [Thomsen, 2001]. Ingen andre eierstyringstiltak Bøhren og Ødegaard har studert gir tilsvarende forbedring. Generelt mener derfor Bøhren og Ødegaard [2001b] at eierne må inn i styret, og at store eiere bør delta aktivt. Da kan man virkelig oppnå at lønnsomhet prioriteres.

5.4 Graden av innsideeiere er en økende funksjon av lønnsomhet

Denne hypotesen hevder i motsetning til de tre tidligere hypotesene at det er graden av innsideeiere som er en funksjon av lønnsomhet og ikke omvendt. En implikasjon bak denne hypotesen er gjerne at etter hvert som lønnsomheten til et selskap øker, vil andelen innsideeiere øke tilsvarende fordi innsider ønsker å ta større del i selskapets verdiskapning i oppgangstider. I hovedsak fremheves det tre argumenter for å forklare hvorfor man finner dette. Disse argumentene omhandler generelt belønning, innsideres belønningssystemer og innsideres investeringer.

Argumentet om belønning omhandler det faktum at selskaper gjerne belønner sine ledere for oppnådde resultater ved å gi dem eierskap i selskapet. Derfor vil bedre lønnsomhet og avkastning på selskapets kapital medføre at ledelsen vil få en høyere eierandel [Kole, 1996].

Når det gjelder ledere som allerede er innsidere og deres belønningssystemer, hevder Cho [1998] at ledere gjerne foretrekker kompensasjon i form av eierandeler når de forventer at selskapets prestasjoner vil være sterke, og at verdien av selskapet dermed vil øke. Som et

resultat av dette vil en høy representasjon av innsideeiere være å forvente for selskaper med høy selskapsverdi.

Ved å benytte et utvalg av produksjonsselskaper fra Fortune 500 i 1991, finner Cho [1998] en signifikant sammenheng mellom innsideeierskap og verdien av et selskapet. Dessuten finner han en ikke-monoton sammenheng mellom innsideeierskap og investeringer, hvor investeringer er utgifter og kostnader forbundet med forskning og utvikling. Innsideeierskap og investeringer viser seg å være positivt relatert for eierandeler av innsider fra 0 % til 7 %, negativt fra 7 % til 38 % eierskap og positivt for alle verdier over 38 % eierskap. Dermed påviser Cho [1998] at eierstruktur påvirker investeringer og dermed også selskapets verdi. Dette samsvarer med funnene av Morck et al [1988] og McConnell og Servaes [1990], hvor de behandler eierstruktur som en eksogen variabel og dets påvirkning er innen intervaller. Det er likevel først når Cho [1998] kontrollerer for endogene variabler⁷⁹ at hans funn blir interessante. Da finner han en omvendt sammenheng, hvor investeringer påvirker selskapets verdi, som igjen påvirker selskapets eierstruktur. Dermed viser resultatene at lønnsomhet og selskapsverdi er viktige variabler som påvirker innsideeierskap. Cho [1998] påpeker at hans resultater kan komme av at selskaper med høy verdi eller med flere og bedre muligheter for investeringer, oftere opplever at ledelsen holder en høyere andel av selskapets aksjer. Disse argumentene og funnene er med på å sette et kritisk søkelys på tidligere resultater hvor det ikke er tatt hensyn til eierstruktur som en endogen variabel. Et resultat kan være at tidligere forskning har oppnådd resultater på feil grunnlag. Glassman og Rhoades [1980] finner også en endogen sammenheng i sin studie av amerikanske banker. De finner at høyere lønnsomhet medfører økende grad av innsideeiere. Dette reflekterer en beslutning fra eiernes side om å beholde kontrollen når banken er lønnsom. For bankvirksomhet som oppnår lavere profitt kan man finne motiver for å selge seg ned. Rettere sagt finner de også en sammenheng mellom lønnsomhet og grad av innsideeiere og ikke omvendt. Problemstillingene rundt endogenitet og kritikk av tidligere forskning vil vi komme tilbake til i kapittel 7 som blant annet omhandler kritikk av empiri.

⁷⁹ Se Demsetz og Lehn [1985] for deres argumenter for hvorfor eierstruktur anses og påvirkes endogent. I tillegg beviser Kole [1996] at det er en omvendt kausalitet mellom eierstruktur og selskapsverdi, og dermed at selskapsverdi er bestemmende for eierstruktur. Dessuten finner Murphy [1985] en sterk sammenheng mellom kompensasjon til ledelse og selskapets økonomiske prestasjoner, som bygger opp om at eierstruktur kan være en eksogen variabel som bestemmes av spesifikasjonene i belønningssystemet.

Yermack [1997] benytter en litt annen vinkling når han undersøker innsiders belønningssystemer i sammenheng med innsidееierskap. Han undersøker 620 situasjoner hvor aksjeopsjoner er blitt utstedt til direktører av selskaper som er på Fortune 500 listen fra 1992 til 1994. Han finner at det er slående hvordan tildeling av aksjeopsjoner kommer i gunstige tider før en eventuell offentliggjøring av positive nyheter eller positive kvartal/års resultat. Yermack [1997] antyder at dette spesielt kan gjøре seg gjeldene i selskaper hvor ledelsen selv påvirker sin egen form for kompensasjon. Dermed vil timingen av belønningen kunne gi signaler om selskapets lønnsomhet. Ledelsen kan dermed belønnes mer for sin timing av opsjonene enn for kunnskaper, ytelse og prestasjoner. I så måte vil man kunne si at graden av innsidееiere er et resultat av lønnsomhet og positive nyheter vedrørende selskapet lederen leder.

Argumentet om innsiders investeringer tar for seg situasjonen hvor ledelsen handler aksjer i eget selskap, og det faktum at ledelsen som eier kan ha fordeler av sin innsidееposisjon. Deres innsikt og informasjon om selskapets tilstand er overlegen og meget fordelaktig. Derfor vil man kunne oppleve at graden av innsidere øker når innsidene forventer at selskapets prestasjoner vil øke. Motsatt vil man forvente en redusert andel innsidееiere når det forventes at selskapets prestasjoner vil forverres [Loderer og Martin, 1997 og Demsetz og Villonga, 2001]. Loderer og Martin [1997] finner generelt at selskapets prestasjoner ved en eventuell overtakelse påvirker ledelsens beslutninger i forhold til eierskap i selskapet. Resultatene viser at ledelsen ønsker mer aksjer i eget selskap jo mer vellykket et oppkjøp er. Et resultat av en vellykket oppkjøp- og integreringsprosess, som munner ut i et styrket selskap som på ny kan konsentrere seg om videre vekst og forbedret lønnsomhet, er at innsidееierne øker sin andel i selskapet. En kan godt tenke seg at det er usikkerheten og risikoen forbundet med oppkjøpet som gjør at ledelsen velger å vente med sin beslutning om større andel i selskapet til etter at prosessen med oppkjøpet er overstått.

Videre viser Loderer og Martins [1997] at en høy Tobins Q kan medføre at ledelsen reduserer sin eierandel i selskapet. Etersom Tobins Q inkluderer vekstmulighetene for et selskap, vil en høy Q allerede ta høyde for vekst i prisingen av selskapets. Derfor kan en høy verdi av Tobins Q resultere i at det blir ønskelig for ledelsen å likvidere deler av sin eierandel i selskapet, og dermed samtidig diversifisere sin formue. Rozeff og Zaman [1998] kommenterer også diversifiseringseffekten som en mulig forklaring på den negative sammenhengen de finner mellom aksjers historiske avkastning og graden av innsidееiere.

Diversifisering er et viktig redskap for enhver porteføljeforvalter, og dersom innsidere eier aksjer i et selskap som har opplevd sterk vekst i aksjekurs, vil en større del av deres formue være bundet i et og samme aktivum. Da er et nedsalg gjerne foretatt for å redusere risikoen. Typisk finner man høyere grad av nedsalg av innsidereiere i vekstaksjer, ettersom vekstaksjer ofte er dominert av innsidereiere⁸⁰.

En studie foretatt av Finnerty [1976] tar for seg innsidereierskap i sammenheng med markedseffisiens. Hans studie ser på perioden januar 1969 til desember 1972. Resultatene viser at selskaper som viste til meravkastning i forhold til markedet i perioden, var preget av at innsidereierne økte sin aksjeholdning. Det viste seg derimot at selskaper hvor innsidere solgte aksjer i eget selskap, hadde en lavere avkastning enn markedet i perioden. Dette er en klar indikasjon på at innsidereiere med sin overlegne informasjon kan oppnå bedre avkastning enn markedet. Man kan derfor konkludere med at kapitalmarkedet ikke er sterkt effisient⁸¹. Norsk lov har klare bestemmelser for at handel med bakgrunn i innsideinformasjon er ulovlig og kan medføre straffefølgelse⁸². Finnerty [1976] sine resultater finner i så måte en signaleffekt hvor innsidere som handler i eget selskap indikerer dårligere eller bedre lønnsomhet. Her vil derfor innsidereierskap også være en funksjon av lønnsomhet. Disse resultatene er konsistent med argumentet til Loderer og Martin [1997]. Lignende resultater finner Rozeff og Zaman i deres forskning fra 1988 og 1998. Rozeff og Zaman [1998] finner en positiv sammenheng mellom antall innsidehandler og måletallet kontantstrøm over pris, samt bokverdi over pris, og som sagt tidligere en negativ sammenheng relatert til tidligere avkastning på aksjen. Det kan være flere forklaringer på disse sammenhengene. De positive sammenhengene kan relatere seg til den overlegne informasjonen innsidere innehar. Da kan som sagt ledelsen handle aksjer i eget selskap når de har informasjon om at selskapet yter etter evne.

⁸⁰ Et mye diskutert tema er den norske beskatningen av formue, og dens påvirkning på gründere som innsidereiere. Dersom en gründer eier aksjer i et selskap som er i sterk vekst, kan han/hun oppleve økte skatteforpliktelsene på sin aksjeformue dersom verdien av selskapet øker. En naturlig konsekvens for å oppnå likviditet til å betjene sine skatteforpliktelser vil dermed kunne bli et "tvunget" salg av aksjer og redusert eierandel som innsidereiere.

⁸¹ Svak effisiens innebærer at alle historiske data er fullt og helt reflektert i prisen av selskapet. Halvsterk effisiens innebærer at både historiske data og all offentlige tilgjengelige informasjon er fullt og helt reflektert i prisen av selskapet. Sterk effisiens innebærer at både historisk, offentlig tilgjengelig og innsideinformasjon er fullt og helt reflektert i markedets prising av selskapet [Fama 1969].

⁸² Den siste tid har det blant annet versert en sak i mediene hvor Idar Vollvik som storaksjonær i Altinex ASA skal ha lekket innsideinformasjon til aktører i markedet vedrørende Altinex ASAs oppkjøp av oljeselskap. Kredittilsynet

Generelt kan vi konkludere med at de fire første hypotesene inneholder forskning som hevder at omfang av innsideeierskap har betydning for selskapets lønnsomhet eller lønnsomhet har betydning for innsideeierskap. I den siste og femte hypotesen vil vi ta for oss forskning som finner beviser for at det er ingen sammenheng mellom graden av innsideeiere og lønnsomhet og lønnsomhet og graden av innsideeiere.

5.5 Ingen sammenheng mellom graden av innsideeierskap og lønnsomhet

Et argument for at det ikke er noen sammenheng mellom eierskap og lønnsomhet, er argumentet om naturlig utvalg. Mathiesen [2002] påpeker at teorien om ”naturlig utvalg” (Darwin sin teori om utvikling/evolusjon) vil medføre at enhver form for eierstruktur bestemmes av lønnsomhet, ved at selskaper som har ineffektiv eierstruktur på lengre sikt vil forsvinne fra markedet. En implikasjon her er da at alle eierstrukturer på lengre sikt vil vise de samme resultatene, og at eierstruktur dermed ikke påvirker selskapers lønnsomhet.

En tidlig studie som finner denne sammenhengen er foretatt av Kamerschen [1968]. Han studerer 200 selskaper fra USA i perioden 1929 til 1963. De 200 amerikanske selskapene deler han videre opp i tre kategorier. Disse tre kategoriene er selskaper som forble eierkontrollerte, de som forble ledelseskontrollerte og de som fikk endret kontroll i løpet av perioden. I sine resultater finner han bevis for at graden av innsideeiere har ingen effekt på selskapers lønnsomhet. En noe senere undersøkelse av Elliot [1972] tar for seg 88 selskaper hvor man klassifiserer de respektive selskapene enten som ledelses- eller eierkontrollerte. Dessuten blir selskapene også karakterisert og klassifisert i forhold til vekst. På denne måten oppnår Elliot [1972] redusert påvirkningen av ikke-strukturelle effekter på resultatet. Da blir også tallene som sammenlignes av en mer homogen karakter og resultatene mer pålitelige. Resultatene er entydige, og det viser seg å være ingen signifikant sammenheng mellom eierstruktur og lønnsomhet når Elliot [1972] undersøker måltall som vekst i utbytte, vekst i overskudd og egenkapitalrentabilitet.

Året etter finner Palmer [1973] tilsvarende bevis for sammenhengen mellom lønnsomhet og separasjon av eierskap og kontroll for store amerikanske selskaper i periodene 1961-65 og 1966-69. Et interessant funn er likevel når han korrigerer dataene sine for selskaper i tilnærmet monopolsituasjon. Det viser seg nemlig at selskaper i en monopolsituasjon har en signifikant forskjellig i lønnsomhet ettersom de enten er ledelses- eller eierkontrollerte selskaper. Den gjennomsnittlige lønnsomheten for ledelseskontrollerte selskaper viser seg å være signifikant lavere enn for eierkontrollerte selskaper. Det er verdt å merke seg at denne sammenhengen bare er signifikant når eierkontrollen er sterk. Dette indikerer at ledelseskontroll og svak eierkontroll i monopolbedrifter er forbundet med lavere lønnsomhet. En grunn til dette kan være at ledelsen blir mer "uforsiktig /"lat" når de er i en monopolsituasjon hvor det ikke er press på marginene. Da har ledelsen færre incentiver for å inngå i kostnadslederstrategier eller være pådriver for forskning og utvikling⁸³. Alle andre sammenligninger når man ser bort fra selskaper i monopolsituasjon viser derimot ingen sammenheng mellom forskjeller i eierskap og lønnsomhet.

En annen studie som omhandler noe av det samme som Palmer [1973], er Bothwell [1980] og hans resultater knyttet til selskaper som er beskyttet av inngangsbarrierer. Inngangsbarrierer kan således sees i sammenheng med monopolsituasjon. Bothwell [1980] finner nemlig også at selskaper med eierkontroll viser til bedre lønnsomhet enn selskaper med ledelseskontroll i denne situasjonen. Det er likevel først når Bothwell [1980] integrerer CAPM⁸⁴ av Sharp og Lintner at han finner resultater som støtter opp om hypotese fem. Da benytter han nemlig en funksjon som tar hensyn til både markedsstruktur og økonomiske prestasjoner. Bothwell [1980] hevder i denne sammenheng at svakheter ved tidligere forskning gjerne relaterer seg til manglende hensyn til risiko i funksjonene som settes opp. Det vil si dersom man antar at den gjennomsnittlige investor i et velfungerende marked er risikoavers, vil denne investoren ønske/forvente høy avkastning for selskaper og industrier med høy risiko. Dette er teorien om at aktiva med lik risiko skal gi lik avkastning. For å få sammenlignbare tall må man derfor justerte avkastningstallene for risiko når man analyserer og vurderer ledelseskontroll og profittmaksimering. Da finner Bothwell [1980] at

⁸³ Dette er enkelte av problemene som har medført et ønske å introdusere mer markedskonkurranse for statlige eide selskaper som inntil nylig hadde monopol i markedet. Dette gjelder bransjer som Telekommunikasjon, Energi og Samferdsel.

⁸⁴ CAPM er forkortelse for Capital Asset Pricing Modell. Sammenhengen mellom risiko og avkastning er grunnpilaren i CAPM, og er basert på antagelsen om at investorer ønsker å redusere risikoen ved å holde en diversifisert portefølje.

gjennomsnittlig rentabilitet på egenkapital generelt er høyere for eierkontrollerte selskaper enn for ledelsesk kontrollerte. Likevel er denne forskjellen meget liten og aldri signifikant, og antyder dermed ingen sammenheng mellom innsideeierskap og lønnsomhet. Som nevnt tidligere finner han likevel også at selskapets markedsandel og inngangsbarrierer signifikant er med på å påvirke selskapets lønnsomhet. Generelt betyr dette at man kan finne antydninger at selskaper med utpreget lederkontroll kan avvike fra profittmaksimering, når markedets konkurranse og eiernes muligheter for kontroll er svake. Madden [1982] påpeker at dersom man finner slike synlige forskjeller i lønnsomhet for selskaper med forskjeller i eierstruktur, vil dette være inkonsistent med teorien om markedseffisiens. Fama [1970] sine beviser gir sterk støtte til hypotesen om effisiente kapitalmarkeder, hvor all tilgjengelig informasjon skal være reflektert i prisene. Madden [1982] undersøker avkastningen til en rekke porteføljer av aksjer. Hvor han deler opp datasettet sitt i porteføljer med eierkontrollerte selskaper og med ledelsesk kontrollerte selskaper. Porteføljen med eierkontrollerte selskaper, klassifiserer han videre inn i svak og sterk eierkontroll. Betaene for porteføljene er tilnærmet identisk, og dermed er porteføljen med eierkontrollerte selskaper i så måte like risikabel som porteføljen med ledelsesk kontrollerte selskaper. Hovedresultatene hans er at investorer med investeringer i en portefølje bestående av eierkontrollerte (svake og sterke) og investorer med investeringer i en portefølje bestående av ledelsesk kontrollerte selskaper, vil oppnå den samme avkastningen for det forventede risikonivået. Aksjeavkastningen for disse porteføljene er altså uavhengig av kontroll i selskapene, som også støtter opp om teorien om halvsterk-effisiens. Implikasjonen er derfor at det er ingen forskjell mellom lønnsomheten for eierkontrollerte selskaper og selskaper som er ledelsesk kontrollert.

Mikkelson, Partch og Shah [1997] undersøker endringene i eierskap og lønnsomhet etter børsnotering for 283 amerikanske selskaper i perioden 1980-83. De finner blant annet at gjennomsnittlig eierskap for ledelsen reduseres fra 67,9 % før notering til 43,7 % etter notering. Fem år etter notering har andelen eierskap av ledelsen sunket til 28,6 % og ti år etter er den ytterlig redusert til 17,9 %. De finner ingen sammenheng mellom reduksjonen i innsideeierskap og lønnsomhet for disse selskapene. Selv om graden av eierskap reduseres relativt raskt, har ledelsen i en tidlig fase fortsatt stor nok eierandel til at deres interesser samsvarer med de resterende aksjonærens interesser. Mikkelson, Partch og Shah [1997] kommenterer videre at den manglende sammenhengen mellom selskapet økonomiske prestasjoner og eierandeler av ledelsen fem år etter børsnotering, kan være et resultat av presset som påføres ledelsen av i det

hele tatt å være notert på børs. For eksempel kan dette være trusselen av en eventuell overtakelse og det faktum at utsideeiere nå overvåker prosessene i selskapet. Eventuelt kan dette også være en effekt av et velfungerende incentivsystem, tilknyttet prisen på selskapets aksjer, som begrenser uønskete strategiske steg tatt av ledelsen. Som nevnt tidligere fokuserer Denis og Denis [1994] hovedsakelig på hvordan majoritetsaksjonærer påvirker selskapets økonomiske prestasjoner ved å anta at man som majoritet lettere kan utnytte selskapets ressurser til egen fordel. Likevel ser de også på hvordan endringer i eierskap påvirker lønnsomheten. Som Mikkelson, Partch og Shah [1997] finner de da ingen signifikant sammenheng mellom endringer i selskapskontroll og endringer i lønnsomhet.

En litt spesiell studie ser på sammenhengen mellom gjeld og eierskap av ledelsen. Friend og Lang [1988] gjør et interessant funn når de undersøker ledelsens muligheter, ønsker og handlinger for å redusere gjeldsandelen. De tar for seg 984 selskaper notert på NYSE, fra 1979 til 1983. Gjeldsandelen viser seg å synke etter hvert som ledelsen investerer i selskapet de leder. En grunn til dette kan være at når ledelsen øker sine eierandeler, vil de selv være mer påvirket enn den vanlige investor av den ikke-diversifiserbare risikoen som gjeld representerer. Da kan man diskutere om dette vil være positivt eller negativt for selskapets lønnsomhet. Ifølge finansiell teori vil det kunne være situasjoner hvor økt gjeld er verdiskapende og hvor redusert gjeld vil være verdiskapende. Relatert til gjeldssituasjonene er det også enkelte som tar for seg sammenhengen mellom eierskap og tilfeller av konkurs [Loderer og Sheehan, 1989]. De undersøker om innsideeiere i selskaper som går konkurs holder mindre aksjer eller reduserer sin eierandel i forhold til innsidere i selskaper som ikke opplever konkurs. Selskapsdataene for konkurser er fra perioden 1971 til 1985. Selskapene ble sammenstilt i to grupper som inneholder en test gruppe og en kontroll gruppe. Sammenstillingen er foretatt på en slik måte at man tar hensynt til størrelse og industri og dermed unngår at endogene variabler påvirker resultatene. Loderer og Sheehan [1989] finner ikke bevis for at ledelsen trekker seg ut av selskapet i en 5 årsperiode før konkurs, og heller ikke eierskap blant innsideeiere er signifikant lavere enn for selskaper som overlever. Dermed kan man konkludere med at eierskapet i selskapet ikke gir noen tegn om selskapets økonomiske situasjon og prestasjon. En studie er foretatt av Zeckhauser og Pound [1990]. De finner at eierkontrollerte selskaper er mer lønnsom enn ledelseskontrollerte i industrier som er preget av relativ lav kompleksitet i arbeidsprosessen. Det vil si eksempelvis industrier som relateres til maskin og papirprodukter. Derimot finner de at industri preget av mer

spesifiserte og komplekse prosesser, som eksempel IT-industri, viser ingen forskjeller i lønnsomhet for eier- kontra ledelseskontrollerte selskaper.

Deler av den forskningen vi har tatt for oss til nå ser for det meste på sammenhenger mellom innsideeiere og lønnsomhet ved å foreta en såkalt enkel regresjon for å finne årsakssammenhenger. Agrawal og Knoeber [1996] gjør også dette, men samtidig foretar de regresjon hvor flere variabler taes med samtidig. Agrawal og Knoeber [1996] benytter et datasett bestående av 400 store amerikanske selskaper, hvor de måler graden av innsideeiere, institusjonelle eiere, store eiere og eierkonsentrasjon, representasjonene av eksterne styremedlemmer, bruken av gjeld, bruken av eksternt arbeidsmarked for å kontrollere ledelsen og aktivitet knyttet til overtakelse. Når de som sagt ser på hver mekanisme hver for seg finner de en signifikant sammenheng mellom graden av innsideeiere og lønnsomhet. Deres resultater gir likevel ikke noe grunnlag for å si om graden av innsideeiere påvirker lønnsomheten eller om det er lønnsomheten som påvirker graden av innsideeiere. Påvirkningen indikerer uansett at en økning i innsideeierskap fra 25 % til 75 % vil medføre en økning i lønnsomhet på 9 %. En klar svakhet her er uansett det faktum at en mekanisme undersøkes hver for seg. Når man gjør samme undersøkelsen, men hvor alle mekanismene taes med, forsvinner den signifikante sammenhengen mellom innsideeiere og lønnsomhet. De andre mekanismenes påvirkning på lønnsomhet fortsetter også å eksistere. Dette indikerer at det ikke er grunnlag for å si at lønnsomhet påvirker innsideeiere eller omvendt fordi det er tydelig at andre endogene variabler er toneangivende. Enkelte bygger videre på disse resultatene og forklarer at variablene som påvirker lønnsomhet kan være vanskelig å identifisere ettersom de relaterer seg til selskapets omgivelser. Himmelberg, Hubbard og Palia [1999] undersøker i denne sammenheng eierskapets påvirkning på lønnsomhet, og hevder blant annet at graden av innsideeiere bestemmes av viktige variabler i selskapets omgivelser. En stor del av forskjellene man finner for selskaper som er preget av innsideeiere kontra de som er preget av utsideeiere, kan derfor relatere seg til forskjeller i selskapene heller enn forskjeller i eierskapet. Endogenitet blir dermed betraktet som et resultat av ikke-observerbare variabler istedenfor fra omvendt kausalitet. I lys av dette kritiserer Himmelberg, Hubbard og Palia [1999] tidligere studier for ikke å ta hensyn til selskapsspesifikke forskjeller, og at man dermed kan oppleve resultater på grunnlag av spuriøse sammenhenger. Vi vil i kapittel 7 komme tilbake til kritikk av empirien. Generelt finner Himmelberg, Hubbard og Palia [1999] uansett, etter å ha kontrollert for selskapsspesifikke karakteristika og effekter, ikke tilstrekkelig økonometriske beviser til å kunne konkludere med at innsideeierskap påvirker selskapets prestasjoner.

6. Eierkonsentrasjon

Når vi nå tar for oss eierkonsentrasjon ser vi på hvordan eierskapet er spredt i selskaper. Det vil si om det er forskjeller i lønnsomhet når selskaper er preget av sterk eierkonsentrasjon kontra svak konsentrasjon. Et eksempel kan her være å sammenligne selskaper som er preget av store majoritets eiere kontra selskaper preget av spredt eierskap. Før vi beveger oss inn på sammenhengen mellom mål på lønnsomhet og eierkonsentrasjon vil se på faktorer som kan påvirke graden av eierkonsentrasjon.

6.1 Faktorer som påvirker eierkonsentrasjonen.

Vi velger å ta utgangspunkt i Demsetz og Lehn [1985] sammen med andres vurderinger når vi identifiserer disse faktorene. Følgende faktorer tar vi for oss i punktene under: *i)* selskapets verdimaksimerende størrelse, *ii)* potensialet for kontroll, *iii)* systematiske lover, reguleringer og retningslinjer *iv)* personlige interesser.

6.1.1 Selskapets verdimaksimerende størrelse

Demsetz og Lehn [1985] påpeker i denne sammenheng at selskaper som effektivt kan konkurrere i produktmarkedet som regel vil oppleve suksess og etter hvert oppbygge seg en stor kapitalbase. Dette vil være en verdidriver som vil øke selskapets verdi, og dermed vil en hver eierandel i selskapet også øke i verdi. Da vil det være en høyere investering forbundet med å skaffe seg en gitt eierandel i selskapet, og man vil kunne oppleve mer spredt eierskap. På den annen side vil man om nødvendig trenge en mindre andel av selskapets aksjer for å kunne utøve kontroll i selskaper med høy verdi⁸⁵. En eventuell utvidelse av selskapets kapital, vil dessuten medføre at investorer må investere en større andel av sin formue i ett og samme selskap for å opprettholde samme eierandel. Som Demsetz og Lehn [1985] hevder

⁸⁵ I det store amerikanske selskapet General Electric sitter staten gjennom statens pensjonsfond (tidligere oljefondet) på en eierandel på 0,189 % i slutten av 2005. Selv om andelen virker liten er staten gjennom denne andelen en betydelig eier som kan utøve makt, og Knut N. Kjær, Direktør i Norges Bank Kapitalforvaltning kommenterer at dette kan medføre at staten må ta en mer aktiv rolle i eierskapet. [Gjesteforelesning; Kapitalforvaltning, Norges Handelshøyskole, vår 2005]

også Bøhren og Ødegaard [2001a] at konsentrert eierskap da er mer kostbart i store selskaper, som et resultat av reduserte muligheter for diversifisering av formue. Dermed i mangel på diversifisering, vil investors portefølje inneholde mer usystematisk risiko. Dersom man antar at investorer er risikoavers, vil høy selskapsverdi og påfølgende kapitalutvidelse, som oftest resultere i spredt eierskap. Som en følge av disse effektene er det forventet å finne en invers sammenheng mellom selskapets størrelse og eierkonsentrasjon. Bøhren og Ødegaards [2001a] resultater viser således at spredt eierskap er mer vanlig i store selskaper enn i små selskaper.

6.1.2 Potensialet for kontroll

Dersom man som eier oppnår tilstrekkelig kontroll vil man ha større innflytelse på selskapets fokus og strategier. Man kan ved tilstrekkelig eierandel blant annet kreve å få en representant i styret som kan fronte ens egne meninger og synspunkter. Stor eierandel er derfor forbundet med forenklet kontroll av framgangen i selskapet og over ledelsen handlinger. Dermed vil man ved større eierandeler kunne lettere sikre at selskapet presterer. Som en følge av bedre oppfølging av selskapet og ledelsen, kan majoritetseier da oppleve at verdien av selskapet øker [Demsetz og Lehn, 1985]. Jensen og Meckling [1976] hevder også, som nevnt tidligere, at konsentrert eierskap er en hovedfaktor i å sikre verdimaksimerende aktiviteter av ledelsen. Dessuten vil man ved høy eierandel ha krav på en høyere andel av selskapets verdiskapning.

Demsetz og Lehn [1985] påpeker at omgivelsene selskapet opptrer i spiller inn på potensialet av kontroll. I en situasjon hvor selskapet opererer i et marked med mindre forutsigbarhet og dermed også mer støy, vil man kunne oppleve høyere eierkonsentrasjon da sterk kontroll kan innebære store fordeler. Dette kan relatere seg til selskaper som opplever stor prisfluktusjon, rask teknologisk utvikling og at opprettholdelse av markedsandel krever utstrakt forvaltning av selskapets ansatte og eiendeler. Da er det viktig for selskapet å få tilstrekkelig informasjon så hurtig som mulig, for å kunne handle raskt og være fleksibel. For å kunne ta raske avgjørelser er det ofte nødvendig med kontrollerende eierposisjon, med mindre eierne består av en mer homogen gruppe som har identiske meninger og handler likt. Dersom slike trekk ved eierstrukturen ikke er til stede, vil mer støy i selskapets omgivelser ofte medføre økt eierkonsentrasjon [Demsetz og Lehn, 1985].

6.1.3 Systematiske reguleringer og retningslinjer, samt lovgivning.

Systematiske reguleringer kan legge restriksjoner på eiere og deres muligheter for kontroll. Dette kan være reguleringer som setter grenser for hvor stor eierandel en enkelt aksjeeier kan inneha innen enkelte bransjer⁸⁶. Reguleringer vil i så måte direkte redusere graden av eierkonsentrasjon innen forskjellige selskaper i forskjellige industrier og bransjer [Demsetz og Lehn, 1985]. Ifølge Bøhren og Ødegaard [2001a] kan også selskapets retningslinjer for stemmegivning være avgjørende for graden av konsentrasjon i eierskapet. Det vil si hvor mange stemmer man trenger for å få gjennomslag for sine meninger og ønsker. Dersom man ved relativ lav andel av stemmeberettigede aksjer kan utøve kontroll, vil det gjerne ikke være incentiver for å holde en større andel av selskapets aksjer, og spredt eierskap kan være et resultat.

En annen effekt er loven om meldeplikt ved visse grenser for eierskap. I denne sammenheng kan noen nivåer av eierandel være mer fornuftig å passere enn andre. I sammenheng med meldeplikten er det i Norge nivåer for eierskap som innbefatter at pliktig bud må fremsettes. Dette kan også være en faktor som påvirker hvordan man observerer eierskapet.

Som nevnt tidligere i utredningen argumenterer La Porta [1999] for at spredt eierskap kan være en effekt av effektiviteten i vern av minoritetsiere. Uten effektivt aksjonærvern vil man som aksjonær gjerne bli "tvunget" til å holde en relativ stor eierandel for å få gjennomslag for sine agendaer og bli tatt hensyn til. Ved å ha en tilstrekkelig eierandel kan man redusere mulighetene for at man som minoritet opplever at majoritet eksproprierer selskapets verdier. Makt og økt eierandel kan i denne sammenheng sees på som en substitutt for fraværende aksjonærvern. Lav grad av aksjonærvern assosieres derfor gjerne med konsentrert eierskap, mens godt aksjonærvern assosieres med spredt eierskap. Dermed vil aksjonærvern være en bestemmende faktor for graden av eierkonsentrasjon.

⁸⁶ Som sagt tidligere er det i Norge reguleringer som begrenser hvor stor eierandel som kan holdes av en enkeltaktør i norske finansinstitusjoner. I Norge kan ingen uten spesiell statlig tillatelse eie mer enn 10 % av selskapets aksjer uten å eie minst 90 %. Reguleringen kom som en reaksjon på krisen i banknæringen som rammet Norge på 90-tallet, og tanken er å forhindre strategiske allianser mellom finansselskaper som også inkluderer betydelig krysseienskap [Bøhren, 2005].

6.1.4 Personlige interesser

Personlige interesser kan gjerne relateres til følelser og engasjement. Det vil si at det kan være andre aspekter enn profittoppnåelse som er utslagsgivende for eiers ønske om eierskap. Dette er en typisk effekt man finner i profesjonelle sportsklubber og selskaper innen media. I disse selskapene har gjerne eier egne preferanser, ønsker og agendaer, som innebærer at man trenger utbredt kontroll for å få gjennomslag for disse. Det er således ikke uvanlig at eier forfølger sine egne ønsker og agendaer, selv om dette medfører at profitt forsakes [Demsetz og Lehn ,1985]⁸⁷. Derfor inneholder gjerne selskapene som er preget av særinteresser større grad av eierkonsentrasjon, slik at man nødvendigvis ikke trenger å ta hensyn til andre interesser og utelukkende bedriftsøkonomiske faktorer for å oppnå de mål som settes.

6.2 Forskjeller i eierkonsentrasjon

Eierkonsentrasjon for selskaper notert på børs varierer fra land til land. Bøhren og Ødegaard [2001b] har sett på forskjeller i eierkonsentrasjon på tvers av landegrensene. Den vanligste måten å kvantifisere konsentrert eierskap, er ved å se på hvor stor del av egenkapitalen som eies av en eller flere av de store eierne. I denne sammenheng har Bøhren og Ødegaard [2001b] sett på eierandelen av den største, nest største, tredje, fjerde, femte, tiende og tjuende største eieren for selskaper på Oslo børs. Tabellen under er hentet fra deres forskning og beskriver deres funn.

⁸⁷ Eksempler på dette kan blant annet sees i den engelske Premier League hvor sportsklubber som Chelsea FC med en stor majoritetseier gjør investeringer som ut fra et bedriftsøkonomisk perspektiv ikke virker meget fornuftig. Likevel er det i samsvar med eiers personlige mål og også klubbens mål om å vinne trofeer, meget fornuftig.

Tabell 3: Andelen av egenkapitalen som holdes av de største eierne [Bøhren og Ødegaard, 2001b].

Owner size rank	Firm type									
	Industrials		Financials		Shipping		IPOs		All	
	mean	cum	mean	cum	mean	cum	mean	cum	mean	cum
1	31	31	18	18	27	27	26	26	28	28
2	10	41	9	27	13	40	11	37	11	39
3	6	48	6	33	8	48	7	44	7	46
4	5	52	5	38	5	53	5	50	5	51
5	4	56	4	42	4	57	4	54	4	55
10	2	67	2	55	2	69	2	66	2	66
20	1	76	1	66	1	79	1	76	1	76

The table shows the average fraction held by the given rank (mean) and the total fraction held by the largest down to the given rank (cum). The means are equally weighted. Data from all firms listed on the Oslo Stock Exchange (OSE) over the period 1989–1997. Data sources: Oslo Børsinformasjon (OBI) and Verdipapirsentralen (VPS). Numbers in percent.

De to kolonnene til høyere i tabell 3 viser at den største eieren i gjennomsnitt eier 28 % av egenkapitalen og den nest største eier 11 % osv. Som vi ser er det også en tendens til lavest eierkonsentrasjon blant finansielle selskaper. Dette er sannsynligvis en effekt av reguleringer av eierskap som staten innførte etter krisen i finansindustrien på 90-tallet. Reguleringen gjelder den dag i dag, og bidrar til at eierskap for finansielle selskaper er relativt spredt. Industri er den bransjen som viser til størst konsentrasjon av eierskapet. Shipping er dessuten også mer preget av konsentrert eierskap enn finansielle. Det kan alltid spekuleres i om dette er en effekt av utpreget familieeierskap i denne næringen.

Et spørsmål som dukker opp når vi tar for oss tabellen over, er om konsentrasjonen av eierskapet i Norge samsvarer med funn relatert til andre lands eierskap. En naturlig måte å undersøke dette på er å sammenligne data fra Norge med data fra andre deler av verden. Bøhren og Ødegaard [2001b] har gjort nettopp det, og tabellen under representerer deres resultater.

Tabell 4: Beskriver hvordan eierskapet er fordelt på fem generelle eiertyper i USA og en rekke land i Europa [Bøhren og Ødegaard, 2001b].

Country	No. of firms	Year	Owner size rank			Relative owner size		
			1	2	3	1/2	1/3	2/3
Austria	50	1996	54	8	3	6.8	18.0	2.7
Belgium	135	1995	56	7	5	8.0	11.2	1.4
France	674	1996	52	10	4	5.2	13.0	2.5
Germany	372	1996	50	3	1	16.7	50.0	3.0
Italy	214	1996	48	10	4	4.8	12.0	2.5
Netherlands	137	1996	43					
Spain	193	1995	40	11	6	3.6	6.7	1.8
Sweden	304	1998	38	11	6	3.5	6.3	1.8
Mean Europe (excl Norway and UK)			48	9	4	5.6	11.5	2.1
UK	250	1992	14	7	6	2.0	2.3	1.2
Mean Europe (excl Norway)			44	8	4	5.2	10.0	1.9
US	2831	1997	3	1	1	3.0	3.0	1.0
Mean western world (excl Norway)			40	8	4	5.3	10.0	1.9
Norway	130	1997	29	11	7	2.6	4.1	1.6

The table shows the estimated fraction of market value held. Data sources are Barca and Becht (2001) for Austria and the Federation of Stock Exchanges in Europe (1998) for the remaining countries except Norway. Numbers in percent.

Som det kommer fram av tabellen viser det seg at land i Europa (eksklusiv Stor-Britannia) har større eierkonsentrasjon enn hva som er tilfellet for Norge. Likevel er det ingen andre land enn Norge som viser til tilsvarende størrelse på nest største og tredje største eier. De tre største eierne i Norge har til sammen tilnærmet majoritet gjennom en samlet eierandel på 46 %. Dermed er eierskap i Norge betydelig mer konsentrert enn hva som er tilfelle i USA og Stor-Britannia. Det er likevel betydelig mindre konsentrert enn hva som er tilfelle i sentral-Europa. Vi velger å vurdere Norge som et land med relativt konsentrert eierskap ettersom de tre største eierne sammen har tilnærmet simpelt flertall. I land som Stor-Britannia og USA, med utpreget spredt eierskap, finner man derimot at de tre største eierne samlet har henholdsvis 27 % og 5 % eierandel. For disse landene er det fortsatt vanskelig, om ikke umulig i enkelte tilfeller, å samarbeide innad i selskapene for å oppnå simpelt flertall.

I denne sammenheng kommenterer Bøhren [2005] bakdeler og fordeler forbundet med eierkonsentrasjon. Dette dreier seg blant annet om fordelene relatert til sterkere incentiver, mer makt og færre gratispassasjerer. Argumentet vedrørende incentiver handler om at man som eier er mer villig til å bruke mer tid og penger på eierstyring og forbedret lønnsomhet desto større eierandel man har. Dette har å gjøre med at en større del av resultatene som følge

av å være aktiv eierer, vil tilfalle en selv. Når man har stor eierandel vil også muligheten for å få gjennomslag på generalforsamlingen øke betraktelig. Dette har å gjøre med at man ved høy eierandel også gjerne kontrollerer en høyere andel av de stemmeberettigede aksjene, og man kan dermed utøve makt.

Som sagt relaterer gratispassasjerproblemet seg til det faktum at selv om man som eier bærer alle kostnadene ved sin eierstyringsinnsats, høster man bare X % av fordelene gjennom den økte verdien av selskapets aksjer. De resterende $100 - X$ % tilfaller de passive eierne, som ikke har bidratt med noe som helst relatert til eierstyringen [Bøhren 2005]. Bøhren og Ødegaard [2002] påpeker i denne sammenheng at problemet med gratispassasjerer vil være helt fraværende når selskapet bare har en eier, ettersom man da har en og samme investor som bærer alle kostnadene og høster alle fordelene ved aktivt eierskap. Da er altså problemet med gratispassasjerer inverst relatert til eierkonsentrasjon. Demsetz og Lehn [1985] støtter opp om Bøhren [2005] og hevder at en av de klareste bakdelene med spredt eierskap, er problematikken med gratispassasjerer. En gratispassasjer vil ved spredt eierskap kunne dra nytte av det arbeidet andre legger ned i selskapet, og bruke sin tid og ressurser på andre områder. Ifølge Demsetz og Lehn [1985] vil kostnaden med gratispassasjerer, og den sannsynlige negative påvirkning på selskapets prestasjoner, fordeles på alle eierne. I en situasjon hvor selskapet er preget av høy eierkonsentrasjon vil de negative effektene hovedsakelig bæres av ett og samme individ. Dette individet vil likevel også ha mest makt og innflytelse, og krav på størst andel av verdiene i selskapet.

En annen vinkling av Grossman og Hart [1980] og Shleifer og Vishny [1986] kan også gi en forklaring på hvorfor man opplever problemet med gratispassasjerer. De argumenterer for at det er ikke kostnadseffektivt for en liten aksjeeier å overvåke ledelsen og drive eierstyring. Ettersom denne aksjeeieren da vil øke sine kostnader forbundet med overvåking, men bare i liten grad ta del i fordelene som er et resultat av overvåkingen. Det er derfor sannsynlig å forvente at selskaper med mer spredt eierskap har mer problemer med gratispassasjerer enn selskaper preget av konsentrert eierskap. Vilje til å bruke tid og penger på eierstyring og overvåking er som sagt større desto høyere eierandel man har [Bøhren 2005]. Dette er et argument som Bøhren og Ødegaard [2001a] legger til grunn når de hevder at det likevel kan være en positiv effekt av det relativt spredte eierskapet man finner i Norge. Det vil si man kan oppleve reduserte problemer med gratispassasjerer. Denne reduksjonen kommer som en effekt av at lave eierandeler for den største eieren krever i gjennomsnitt samarbeid mellom

tre til fire eiere for å oppnå simpelt flertall. I denne sammenheng er Norge relativt unik. Hvor eierne individuelt er relativt svake, mens kollektivt sterke. Sammen kan de utøve kontroll, overvåking og få gjennomslag for sine agendaer. I en slik situasjon vil ikke bare fordelene med eierstyringen fordeles, men også kostnadene forbundet med eierstyringsinnsats. Man kan da oppleve at problemer relatert til gratispassasjerer reduseres, ved at flere nå deler kostnadene og også fordelene ved den samlede innsatsen. Dermed vil flere eiere ha som interesse å drive aktiv eierstyring for å maksimere verdien av selskapet.

I Europa er situasjonen med gratispassasjerer annerledes. I Europa ser vi at de største eierne i gjennomsnitt holder 48 % (eksklusivt Stor-Britannia). Selskapene på kontinentet inneholder typisk simpelt flertall av en eier alene, som for eksempel på egenhånd kan bestemme sammensetningen av styret [Bøhren 2005]. Man kan da oppleve problemet med gratispassasjerer, ved at mindre eiere uten å bidra selv, drar nytte av kontrollen og overvåkingen majoritetseier foretar for å sikre god ES og bedre lønnsomhet. Likevel vil problemer med gratispassasjerer være mindre enn ved spredt eierskap, ettersom den kontrollerende eier også vil høste relativ stor andel av fordelene med eierstyringen.

En klar bakdel ved høy eierkonsentrasjon som vi har kommentert tidligere, relaterer seg manglende diversifisering og høyere usystematisk risiko for eier. Dette har å gjøre med det faktum at når man har høyeierandel, vil en større del av formuen være bundet i ett og samme aktiva. Da er også risikoen med plasseringen høyere. Dessuten vil man ved en konsentrert eierstruktur i et selskap kunne oppleve begrenset handel og likviditet i aksjen, og prisen på selskapet vil dermed vanskeligere kunne reflektere underliggende verdier. Det er ikke uvanlig at selskaper med lav likviditet i utstedte aksjer, handles for en rabatt i forhold til underliggende verdier. Dette er gjerne en effekt av at lav likviditet øker avkastningskravet til investorene. Dermed vil markedet også bli mindre effisient [Bøhren 2005]. En annen bakdel ved eierkonsentrasjon som også har nevnt tidligere, er problematikken mellom majoritet og minoritet. Dette dreier seg om majoritetens mulighet til å ekspropriere minoritetenes verdier ved å drive selskapet slik at majoritetens nytte maksimeres på bekostning av minoritetens. Dette kan for eksempel oppstå når majoritet tar del i prosjekter med negativ nåverdi, inngår ugunstige avtaler med selskaper som er kontrollert av majoritet, motsette seg overtakelser osv. Det er vanlig å anta at høy eierkonsentrasjon vil medføre økt sannsynlighet for ekspropriering av minoriteten. Til nå har vi sett hva enkelte teoretikere hevder om eierkonsentrasjon og problematikken rundt dette. I denne sammenheng har de gitt oss

antydninger av hva som kan forventes å finne i empirien. I neste avsnitt tar vi for oss noe av de forskningsresultatene man har kommet fram til gjennom årenes løp.

6.3 Empiri med hensyn på eierkonsentrasjon

Det er foretatt relativt mye forskning innen eierkonsentrasjon i sammenheng med selskapers lønnsomhet. Blant annet tar Holderness og Sheehan [1988] for seg selskaper som er preget av majoritetseierskap, og som dermed inneholder høyere grad av eierkonsentrasjon. De finner blant annet at eierandel av majoritetseiere er inverst relatert til selskapsstørrelse. I denne sammenheng viser det seg også at selskaper som har individuelle majoritetseiere er typisk mindre selskaper, mens selskaper som har majoritetseiere i form av en annet selskap er typisk større enn det gjennomsnittlige selskap notert på NYSE eller AMEX. Dette samsvarer med Bøhren og Ødegaard [2001a] sin forskning. Når Holderness og Sheehan [1988] undersøker måletall som baseres på selskapenes regnskap finner de dessuten ingen sammenheng mellom selskapets eierkonsentrasjon og lønnsomhet. Holderness [2003] står fast ved at ingenting indikerer at eierkonsentrasjon har noen som helst påvirkning på verdien av selskapet. Prowse [1992] støtter dette synspunktet og finner heller ingen signifikant sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet for Japanske selskaper på midten av 80-tallet. Spesielt finner han klare indikasjoner på at høyere eierkonsentrasjon ikke har en påvirkning som skulle tilsi høyere lønnsomhet. Andre undersøkelser av japanske selskaper finner likevel sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet. Gedajlovic og Shapiro [2002] undersøker sammenhengen mellom eierstruktur og lønnsomhet for 334 Japanske selskaper i perioden 1986-1991. Selskapene i undersøkelsen er fra en rekke forskjellige industrier, og deres mål på lønnsomhet er ROA. De finner en signifikant positiv sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet. Denne sammenhengen hevdes å kunne relateres til både økonomiske incentivmekanismer, som bedre overvåking av ledelsen, og sosiale aspekter ved det japanske samfunn [Gedajlovic og Shapiro, 2002].

Dersom graden av eierskap, i form av majoritet, medfører at selskaper styres på en måte som medfører store avvik fra profittmaksimering, vil slike selskaper kunne vise til lavere lønnsomhet. Dette vil gjøre seg gjeldene dersom majoritetseierne konsumerer selskapets ressurser eller eksproprierer minoritetens formue ved å utnytte sin kontroll av stemmeberettigede aksjer. Denis og Denis [1994] undersøker en rekke måletall av selskaper som kontrolleres av majoritet. Måletallene de tar for seg består blant annet av

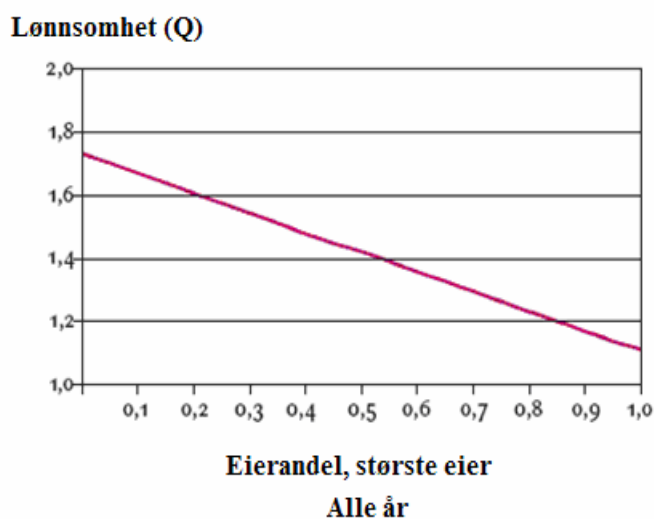
egenkapitalrentabilitet, totalkapitalrentabilitet, og Tobins Q. De finner ingen beviser for at selskaper som er kontrollert av en majoritet har dårligere lønnsomhet. Demsetz og Villonga [2001] finner heller ingen signifikante sammenheng mellom eierstruktur og selskapers lønnsomhet. De hevder deres funn er konsistent med det faktum at spredt eierskap kan medføre økte agentproblemer, men som igjen kan kompenseres av fordeler som oppstår som følge av spredt eierskap. Dessuten mener de resultatene er en effekt av at de fleste eierstrukturer passer de omgivelsene som selskapet opererer i. Det være seg om selskapets kriterier for suksess er å være å være fleksibelt og innovativ som følge av hyppige endringer i etterspørsel, eller mer langsiktig strategisk planlegging på grunn av stabile omgivelser. Dermed vil markedet være med på å skape eiersammensetninger som passer selskapet. Derfor hevder de at det er ingen antydninger som peker mot at markedet er tilstrekkelig imperfekt, slik at man systematisk kan ta posisjoner på grunnlag av eierkonsentrasjon for å oppnå ekstraordinær avkastning. Chang [2002] studerer Koreanske selskaper i tiårsperioden 1986-1996. Lønnsomhet er i denne sammenheng målt som Tobins Q, markedsandel, salgsvekst og ROIC⁸⁸. De velger å benytte måltallet ROIC ettersom det måler effektivitet i driften av selskapet, uten at resultatene i vesentlig grad blir påvirket av den relativt lave egenkapitalgraden som er vanlig i koreanske selskaper. Deres konklusjon er at det ikke finnes bevis for at det er sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet. Deres resultater gir heller støtte til at den observerte sammenhengen mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet er et resultat av endogenitet, og ikke av en mer effektiv overvåking og kontroll av ledelsen. Det vil si at lønnsomhet er en bestemmende faktor for eierstrukturen og ikke omvendt.

Hovedmålet med Murali og Welch [1989] sin studie er å bestemme om det er forskjeller i økonomiske prestasjoner mellom selskaper som er preget av høy konsentrasjon i eierskapet, eller selskaper som inneholder mer spredt eierskap. Samtidig undersøker de om man kan observere en effekt på selskapets verdi dersom eierskapet er preget av en majoritetseier. De benytter måltall som er basert på avkastning fra kapitalmarkedet og regnskapene. De regnskapsbaserte måletallene de benytter er gjennomsnittlig totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og egenkapital. Studiet består av 43 selskaper notert på børs i perioden 1977-81, hvor minst 50 % av aksjene i disse holdes av en eier. Murali og Welch

⁸⁸ ROIC – return on invested capital.

[1989] finner for sine måltall heller ingen signifikante forskjeller for økonomiske prestasjoner mellom selskaper som er preget av høy eller lav eierkonsentrasjon.

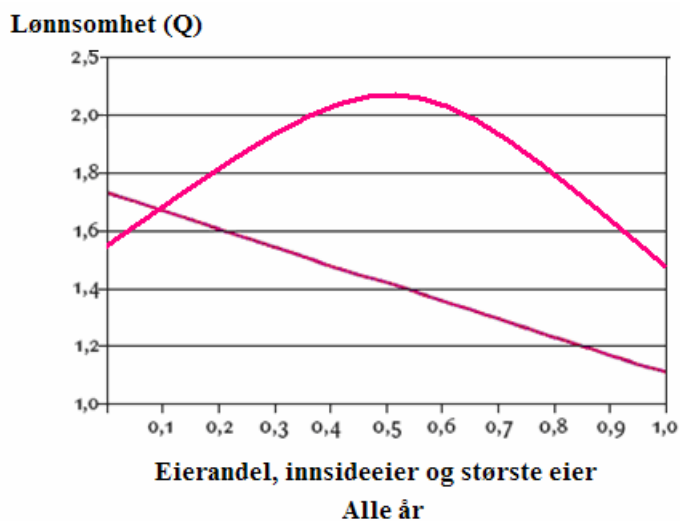
Demsetz og Lehn [1985] undersøker som flere andre forskere også sammenhengen mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet, og finner ingen signifikante sammenhenger. Oppsiktsvekkende er det derimot når Bøhren og Ødegaard [2001a] benytter seg av Demsetz og Lehn [1985] sin framgangsmåte. I motsetning til Demsetz og Lehn [1985] finner de at eierkonsentrasjon og lønnsomhet har en sammenheng. De finner for norske data fra 1989-1997, en sterk signifikant negativ sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet. Figuren under kan oppsummere Bøhren og Ødegaards [2001a] funn.



Figur 9: Eierkonsentrasjon og lønnsomhet i norske børsnoterte selskaper 1989-1997. Lønnsomhet er målt som selskapets markedsverdi per krone bokverdi [Bøhren 2005].

Som det kommer fram av grafen har økende eierkonsentrasjon en negativ effekt på lønnsomheten for selskapene i denne perioden. Dette er en nettolønnsomhetseffekt, ved at både fordeler og ulemper er visualisert i grafen. Kurven viser således at desto mer spredt eierskapet selskapet innehar, desto mer lønnsomt vil selskapet være. Bøhren [2005] hevder derfor at det typiske selskapet på Oslo Børs produserer mer verdi per krone bokverdi når eierstrukturen er flat og åpen enn konsentrert og lukket. Dette er oppsiktsvekkende funn i forhold til bevis fra andre land. I realiteten indikerer resultatene at en eventuell masseprivatisering av store statlige selskaper bør gjøres ved å selge en viss eierandel til alle innbyggerne i Norge. Desto flere små eiere, dess mer vil selskapets kapital kaste av seg. En indikasjon på en slik negativ sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet finner også Leech og Leahy [1991]. De undersøker 470 børsnoterte selskaper i perioden 1983-85,

fra flere forskjellige industrier i Stor-Britannia. De mener at eierkonsentrasjon har en tilnærmet ubetydelig påvirkning på lønnsomhet, men antyder også at spredt eierskap kan medføre høyere selskapsverdi, lønnsomhet og vekst i netto eiendeler enn ved konsentrert eierskap. En mulig forklaring påpekes av Gugler [2003]. Han mener at selv om selskapet er preget av en stor majoritetseier som kan føre til bedre lønnsomhet for selskapet som helhet, er det også mulig at konsentrert eierskap øker de private fordelene en majoritet har mulighet til å berike seg på bekostning av minoriteten. Dermed kan de negative effektene ved konsentrert eierskap være større enn de positive, og spredt eierskap er å foretrekke. Alt i alt kan man si at det er en effekt av hvordan incentivene til eier endrer seg ettersom eierskapet øker eller minker, og om eier er utside eller innsideeiere. I denne sammenheng mener vi det er interessant å sammenligne størrelsen på største eier og graden av innsideeier, for å kommentere eventuelle sammenhenger mellom de to kurvene. Vi var så vidt inne på denne sammenhengen i punkt 6.3.1, *Morck et al. og McConnell og Servaes metodikk med norske data*. Kurvene i figuren under er hentet fra Bøhren [2005].

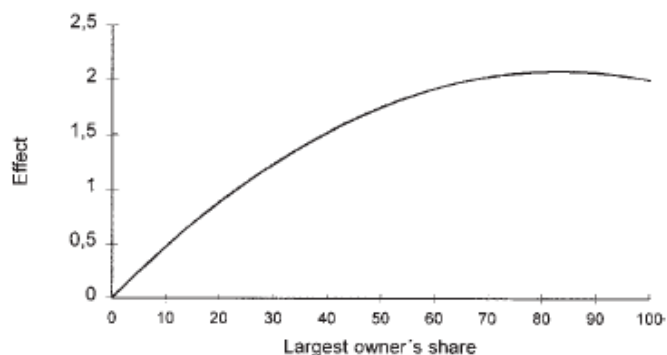


Figur 10: Lønnsomhet sett i forhold til innsideeiere og største eier. Kurver hentet fra Bøhren [2005] og kombinert i samme diagram.

En interessant tolkning er når vi ser de to kurvene i sammenheng. Den lineært fallende kurven som hentet fra figur 9, er sammenhengen mellom eierandel av største eier og lønnsomhet. Den konkave kurven presenterer sammenhengen mellom innsideeiere og lønnsomhet. Som vi har nevnt viser det seg altså at det er positivt for lønnsomheten at selskapet har spredt eierskap. Det er dessuten positivt med innsideeierskap opp til ca 50 %, før det for høyere verdier er negativt. For eierandeler under 50 % hevdes det gjerne at det er

en positiv incentiv og kontrolleffekt som dominerer. Derimot dersom eierandelen er over 50 % vil selskapet være bedre tjent med at eieren ikke er innsideeier. Her vil konflikten mellom eierne og likviditetstapet dominere, og blant annet kan dette være en indikasjon på at majoritets-minoritets-konflikten er høyst reell i praksis [Bøhren 2005]. Det kan alltid diskuteres om det er den store statlige eierandelen på Oslo Børs som gir indikasjoner på at spredt eierskap medfører bedre lønnsomhet, og at det er derfor man finner at når eierkonsentrasjonene øker bør eierne holde seg unna innsideposisjon. Det er mulig det er denne effekten som også gjør seg gjeldene for de funnene man ser i figur 7, når man benytter metodikken til Morck et al. [1988] på norske data. Man kan si at dersom den største eier har tilnærmet simpelt flertall, er det positivt for lønnsomheten at eieren holder seg unna eierstyring av selskapet. Derimot dersom største eier kontrollerer en mindre del, er aktiv eierstyring en ressurs, og vil bidra til bedre lønnsomhet i selskapet og maksimering av aksjonærenes verdier.

Thomsen og Pedersen [2000] undersøker eierstrukturens påvirkning på 435 av de største Europeiske selskaperes lønnsomhet i 1990. Måletallene de benytter er markedsverdien av egenkapitalen over bokverdien av egenkapitalen (MV/BV), totalkapitalrentabilitet og salgsvekst. Foruten dette kontrollerer de resultatene for forskjeller i industri, kapitalstruktur og nasjonale effekter og autokorrelasjon. De finner en positiv effekt av eierkonsentrasjon på aksjonærverdier og avkastningen på eiendelene. Det vil si deres resultater indikerer en ikke-lineærsammenheng, som er i samsvar med funnene til Morck et al [1988] og McConnell og Servaes [1990]. Dermed vil økt eierkonsentrasjon opp til visse verdier være positivt og deretter negativt. Figuren under er et utdrag av resultatene til Thomsen og Pedersen [2000].



Figur 11: Største eiers estimerte effekt på MV/BV til egenkapitalen [Thomsen og Pedersen 2000].

Det viser seg at MV/BV påvirkes signifikant og positivt for eierkonsentrasjon opp til et visst punkt. Deres kurve viser seg å være konkav hvor toppunktet for eierskap og lønnsomhet er ved ca 83 %. Det viser seg dessuten at resultatene varierer på tvers av landegrenser, men er altså likevel signifikant når man kontrollerer for nasjonale effekter. Når de ser på total kapitalrentabilitet finner de også den samme konkave sammenheng. Derimot viser optimal eierandel for største eier å være lavere. Denne er nå 60 %. Som Bøhren [2005] indikerer deres resultater at det er mulig å oppnå verdiøkning ved å endre eierstrukturen i store europeiske selskaper, og dermed oppnå et bedre samsvar mellom eierstruktur og selskapets strategi. En ikke-lineær sammenheng finner Gedajlovic og Shapiro [1998] også, men eierkonsentrasjon viser seg å påvirke ROA negativ i denne sammenheng. For amerikanske og tyske selskaper reduseres først lønnsomheten ved økt eierkonsentrasjon før den for høyere eierandeler øker igjen. For britiske, franske og kanadiske selskaper finner de ingen sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet. Dette kan relatere seg til at man ikke kan oppfatte forskningen som absolutt, men at det enkelte resultat er påvirket av nasjonale forhold. Uansett er den negative sammenheng Gedajlovic og Shapiro [1998] finner for amerikanske og tyske selskaper konveks, i motsetning til en konkav sammenheng som Thomsen og Pedersen [2001] finner. Denne negative sammenheng støtter Lehmann og Weigand [2000] i sine resultater med utgangspunkt i Tyske selskaper. De finner en negativ påvirkning på ROA som følge av eierkonsentrasjon. Dette hevdes å kunne være en effekt av ineffektiv eierkonsentrasjon, som medfører at majoriteten beriker seg på selskapets ressurser på bekostning av minoriteten.

Minguez-Vera og Martin-Ugedo [2003] undersøkelser tar som utgangspunkt alle ikke-finansielle selskaper som var notert på børs i Spania 31. desember 1999. Totalt ser de på 118 selskaper og benytter en tilnærming til Tobins Q^{89} som mål på lønnsomhet. Når de undersøker med hensyn på ikke-monotone sammenhenger, finner de en negativ sammenheng mellom konsentrasjon av store aksjeandeler av enkelte investorer og selskapsverdi. Dermed har eierkonsentrasjon ikke noen reduserende effekt på agentkonfliktene i selskapets ES. En grunn kan være at ved høyere verdier av eierskap, vil man oppleve at majoriteten i økende grad eksprioriterer minoritetens formue. Likevel finner de også indikasjoner (ikke-signifikant) på at dersom selskapet er preget av en majoritet, i form av individuell- eller

⁸⁹ Tilnærmingen av Tobins Q , definerer de som summen av markedsverdien av aksjer og bokverdien av gjelden, dividert med bokverdien av totaleieendeler [Minguez-Vera og Martin-Ugedo 2003].

familie, vil dette kunne ha en positiv effekt på verdien av selskapet. Hovedsakelig vil den positive effekten komme av mer effektiv overvåking og påfølgende mindre agent-principal problemer. Andre forskere finner klarere positive effekter av eierkonsentrasjon på lønnsomhet. Claessens, Djankov og Pohl [1996] undersøker 706 Tsjekiske selskaper i perioden 1992-95 i relasjon med privatiseringsprosessen som foregikk i landet på 90-tallet. I denne sammenheng analyserer de om selskaper som endte opp med mer konsentrert eierskap viser til høyere lønnsomhet enn selskaper med mindre konsentrert eierskap. Deres resultater viser at mer konsentrert eierskap medfører høyere Tobins Q. Det vil si det er en positiv sammenheng mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet. Interessant er det også at viktigheten av eiere for ES øker over tid. Dermed viser det seg at mer konsentrert eierskap er positivt for lønnsomheten, og utvikler en sterkere sammenheng til lønnsomhet og selskapsverdi over tid. Bøhren og Ødegaard [2002] finner dessuten at konsentrasjonsgraden er lavere i store norske selskaper enn i små, og at finansnæringen viser til markant mer spredt eierskap. De hevder dette har å gjøre med reguleringer. Studier fra Sverige viser det samme mønsteret for finansnæringen som Norge, på grunn av reguleringer som er innført for eierskap i finansnæringen.

Det er tydelig at forskningen ikke er samstemt når det gjelder konsentrasjonene av eierskapet og påvirkningen på lønnsomhet. I tilfellene hvor det finnes sammenheng, er det enkelte synspunkter som peker seg ut. Når man finner negative sammenhenger mellom eierkonsentrasjon og lønnsomhet heller flere forskere mot at den store eieren beriker seg på bekostning av de andre aksjonærene og dermed viser selskapet dårligere lønnsomhet. I tilfeller med positiv sammenheng, hevder andre at eiers incentiver til å kontrollere, overvåke og lede selskapet blir større og mer i samsvar med andre interessers nytte jo mer største eier har investert av sin formue i selskapet. Ved at selskapene har konsentrert eierskap vil det også oppstå forenklet og mer effektiv overvåking av ledelsen enn ved spredt eierskap. Dermed kan konsentrert eierskap i motsetning til spredt eierskap redusere problemstillinger og kostnader forbundet med ledere som opptrer som agenter. I de tilfellene hvor forskningen ikke finner noen sammenhenger, hevdes det ofte at fordelene og bakdelene med eierskapet oppveier hverandre, og at man dermed ikke finner at eierkonsentrasjon påvirker lønnsomhet. Det er således også en mulighet at dersom kapitalmarkedene fungerer etter sin hensikt vil disse relatere den riktige eierstrukturen som passer til det enkelte selskap og de omgivelsen og situasjonene det står overfor. I det neste kapitlet vil vi gå inn på kritikk av forskning fram til i dag, før vi kommer med våre egne anbefalinger for videre forskning, og til slutt oppsummerer.

7. Kritikk av empiri og forslag til videre forskning

I sammenheng med forskningsresultater følger det gjerne også kritikk. For emner innen ES er det intet unntak. Forskning frem til i dag inneholder en rekke kritiske momenter som kan medføre klare svakheter ved resultatene man benytter for å trekke konklusjoner. Likevel har det vært en klar forbedring av forskningen den siste tiden. Dette har å gjøre med at det har vært en forbedring i kvaliteten på måltallene og metodene som benyttes Mathiesen [2002]. Når det økonometriske verktøyet forbedres, vil man bedre kunne undersøke strukturen i ES. Selv om problemstillinger vedrørende ES har vært undersøkt siden de klassiske økonomene, kan dagens forskning sies å ennå være i en relativ tidlig fase. Som innen andre fagområder foregår det en evolusjon hvor ny kunnskap kommer til, og bringer fram nye interessante aspekter som hjelper oss å få et bedre inntrykk av virkeligheten. Det har således vært en utvikling hvor man etter å ha fokusert på managerkontrollerte selskaper på 60- og 70-tallet, innside og utside på 80-tallet, startet man på 90-tallet med å dele eierne ytterligere opp. Eierskap av banker, andre institusjonelle investorer, staten, ansatte og familier ble separert og undersøkt uavhengig av hverandre [Jaskiewicz og Klein, 2005]. Bedre verktøy og forståelse har i denne perioden medført at man gjerne har måtte sette spørsmålsteget ved tidligere anerkjente studier. I dette kapittelet vil vi ta for oss hvilke type studier som generelt blir brukt, dets datagrunnlag og sammenligningsgrunnlag. Videre vil vi diskutere viktige punkter som endogenitet og økonometrisk metode, før vi setter et kritisk blikk på måletallene som benyttes. Til slutt vil vi runde av med å komme med forslag der vi mener det fortsatt er grunnlag for videre forskning. Vi vil derimot først nå se på hvilke type studier som er foretatt i løpet av den tiden forskning innen ES er har foregått.

7.1 Type studier

Det finnes mange måter å undersøke sammenhenger som har å gjøre med ES. Hovedsakelig deler man undersøkelser inn i tre hovedkategorier. Den ene kategorien gjelder sammenligning av nasjonale forskjeller på tvers av landegrenser og dermed hvilken innvirkning de respektive reguleringsystemene har. La Porta et al. [1999, 2000] er på dette området den mest refererte. La Porta og medforfattere sammenligner data fra store deler av den industrialiserte verden og bidrar dermed til en bedre forståelse av hvordan de

regulerende myndigheter påvirker ES. De to resterende studiegruppene sammenligner data fra samme land. Det vil si under samme betingelser. Den andre kategorien inneholder bruk av casestudier (event studies), hvor man observerer hva som skjer med måletallet like etter en endring i mekanismene som påvirker ES. For eksempel gjelder dette undersøkelser av selskapets aksjekurs etter et lederskifte eller nedsalg av en stor eier. Den store fordelen med casestudier, i likhet med naturlige eksperimenter, er at forskeren direkte kan observere endringen. Siden man kan observere i hvilke rekkefølge hendelsen skjer, vil man også kunne kontrollere for kausalitet som ellers kan være et stort problem. Den tredje kategorien av undersøkelser, er sammenligning av prestasjoner mellom selskaper med forskjellige ES strukturer. Ved denne metoden benytter man gjerne regresjonsmodeller. Bøhren og Ødegaard [2001a] kommer inn under denne delen, ved at de ser på eierkonsentrasjon, innsideeierskap, styre, og så videre. I deres forskning undersøker man disse mekanismene for å se om man finner at mekanismene bidrar til forskjeller i selskapers lønnsomhet. Gugler [2001] oppsummerer og undersøker 33⁹⁰ slike undersøkelser, hvor hele 27 av dem omhandler eierkonsentrasjon mens 6 undersøker innsideeiere. Når vi nå relativt kort har tatt for oss de forskjellige typer studier, er det naturlig å fortsette med å påpeke hva som er viktig for å sikre kvaliteten på undersøkelsene. I det neste avsnittet kommenterer vi undersøkelsens kvalitet.

7.2 Undersøkelsens kvalitet

Når man arbeider med forskningsresultater er det viktig å vurdere kvaliteten på undersøkelsene. Dette gjelder om man ser på tidligere analyser eller planlegger nye. I denne sammenheng tar man stilling til hvor godt undersøkelsen måler et eller flere fenomener. Da ser man gjerne på undersøkelsens reliabilitet (pålitelighet) og validitet (gyldighet). En undersøkelses pålitelighet, eller reliabilitet, har å gjøre med hvordan undersøkelsen gjennomføres, og hvorvidt målingene gir samme resultat dersom de gjentas flere ganger. Alle

⁹⁰ Gugler 2001 undersøker følgende studier; Berle and Means (1932), Gordon (1945), Lerner (1966), Kamerschen (1968), Monsen, Chiu, and Cooley (1968), Lerner (1970), Radice (1971), Elliot (1972), Boudreaux (1973), Palmer (1973), Sorensen (1974), Holl (1975), Ware (1975), McEachern (1975), Round (1976), Holl (1977), Steer and Cable (1978), Thonet and Poensgen (1979), Jacquemin and Ghellink (1980), Bothwell (1980), Schret ögg and Steinmann (1981), Levin and Levin (1982), Demsetz and Lehn (1985), Morck, Shleifer and Vishny (1988a), Holderness and Sheehan (1988), Murali and Welsh (1989), Cosh and Hughes (1989), McConnel and Servaes (1990), Zeckhauser and Pound (1990), Leech and Leahy (1991), Prowse (1992), Agrawal and Knoeber (1996), Mikkelson, Partch and Shah (1997), Cho (1998) og til slutt Himmelberg, Hubbard, and Palia et al. (1999). Kilde: Gugler 2001, table 2.2 Owner-controlled versus manager-controlled firms side 15 - 20

målinger vil inneholde tilfeldige feil. Dermed er målingen mer reliabel desto mindre de tilfeldige feilene er. Man kan gjerne karakterisere reliabilitet som ”hvor bra man faktisk måler det man måler”. ”Bra” dreier seg her om konsistens i det som måles. At målingen er pålitelig, er således en forutsetning for gyldighet. Reliabilitet er dermed nødvendig, men ikke en tilstrekkelig betingelse for validitet. Validitet dreier seg om hvor godt man klarer å måle det man har til hensikt å måle. Det er for eksempel mulig å foreta et eksperiment hvor man har høy grad av reliabilitet, hvor målingen er nøyaktig og pålitelig, men som måler noe annet enn det som er hensikten. Dette resulterer i lav validitet i eksperimentet. Lav validitet kan blant annet skyldes en eller flere feil med måleinstrumentene som benyttes. Validitet og reliabilitet vil være med på å sikre at undersøkelsens kvalitet er tilfredsstillende, og påvirker dermed forklaringsgraden i resultatene. Et problem med dagens forskning er blant annet graden av forklaring i resultatene. Mathiesen [2002] viser for eksempel for sine studier at dummyvariablene for industri tilfører justert R^2 mellom 6-15 %, mens enkelte av mekanismene for ES bare tilfører under 1 %. Dette kan indikere at mekanismer for ES forklarer mindre av variasjonene i lønnsomhet enn hva andre ganske vanlige variabler gjør. Dermed kan andre mekanismer enn de som faktisk undersøkes være relativt viktige bidragsyttere til de resultatene som oppnås. Problemer i denne sammenheng kan for eksempel være relatert til styrelitteratur hvor man snakker om uavhengige styremedlemmer [Bøhren og Strøm 2005]. Her må man definere hva som kan kategoriseres som uavhengige styremedlemmer og hvordan man skal måle dette. Måleinstrumentet er i så måte viktig, og dersom enkelte studier ikke finner sammenhenger kan dette være et resultat av dårlige måleinstrumenter og ikke fordi sammenhengen ikke er der. Definisjonene av uavhengighet kan dessuten også være ganske forskjellige fra studie til studie. Dermed vil man sitte igjen med forskningsresultater som er mindre sammenlignbare. Et annet eksempel innen styrelitteraturen er når man tar for seg beslutningsevnen til styret. Her kan forskningen gjerne bli for generell. Dette har å gjøre med at styresammensetning helst bør sees i sammenheng med hvert enkelt selskaps situasjon, og at det dermed er tilnærmet umulig å gi en formel for optimal sammensetning av styret. Et annet kritisk moment med styrelitteraturen, gjelder det man finner relatert til ansattes representanter i styret. En effekt av disse må taes med forbehold, ettersom det ofte kan være en rekke årsakssammenhenger. Dette bidrar til at det kan være vanskelig å skille hva som faktisk medfører den observerte effekten. Eksempelvis kan det være en sterk fagforening og ikke de ansattes representant i styret, som medfører at man finner signifikante effekter på lønnsomhet. Alle disse eksemplene er med på å

understreke at forskningsresultatene skal vurderes med en god porsjon skepsis. Det er viktig å undersøke hva som faktisk måles og hvordan. I slik sammenheng er det at reliabilitet og validitet spiller inn for å oppnå en høy forklaringsfaktor. Dessuten vil datagrunnlaget som benyttes for å komme fram til resultatene også være essensielt. I neste avsnitt tar vi for oss hvilke effekt datagrunnlaget har på forskningen og dens resultater.

7.3 Datagrunnlag

Datagrunnlaget er en essensiell faktor som er avgjørende for om man oppnår tilfredsstillende resultater. Dersom man for eksempel ikke har tilstrekkelig observasjoner eller mangler presise data vil man ikke kunne trekke gode konklusjoner, ettersom disse da gjerne er på feil grunnlag. I denne sammenheng er Norge i en særstilling nå det gjelder datagrunnlag. Dette påpekes av Bøhren og Ødegaard også, som mener at man gjerne trenger bredde i forklaringsfaktorene. Bredder i forklaringsfaktorene er mulig ved hjelp av gode og informative norske data for eierskap med tidsserier fra 1989 til 2002. De omfattende dataene fra Verdipapirsentralen og Oslo Børs, gir blant annet grunnlag til å studere dynamikken i ES bedre enn hva som er vanlig [Bøhren 2005]. Det skal nevnes at et problem med forskning foretatt av Bøhren og Ødegaard og Bøhren og Strøm er at de benytter et datasett fra 1989 til 1997 og fra 1989-2002. Det vil si i begynnelsen av perioden var markedet preget av stagnasjon, mens den siste delen var markedet preget av oppgang. Mangel på data vil likevel kunne være en større svakhet enn at perioden er preget av relativt store konjunkturforskjeller. I denne sammenheng opplever andre forskere som fokuserer på andre land enn Norge, at det gjerne er vanskelig å få tilgang på data om eierskap og andre spesifikasjoner om selskapene. Dette er typisk en effekt av at det ikke eksisterer lover og reguleringer som innebærer opplysningsplikt av et selskaps eierskap. For eksempel kan dette være et problem for studier foretatt med utgangspunkt i europeiske selskaper. Da er gjerne opplysningsplikten regulert med nivåer, hvor man ved enkelte eierandeler må opplyse om sin eierandel. En svakhet da er for eksempel at man mister eierdata for de som ligger rett under grensen for opplysning, ettersom disse er ”registrert” ved forrige opplysningspliktig nivå. Det skal likevel nevnes at EU innførte et såkalt ”Transparency Directive” i 1995. Det forpliktet blant annet børsene innen EU å opplyse om eiere som kontrollerer mer en 5 % av stemmeberettigede aksjer. Likevel finner man blant annet i Tyskland at den praktiske effektiviteten og gjennomføringen av opplysningsplikten er relativt lav [Boehmer 1999]. Glassman og Rhoades [1980] påpeker

dessuten at det er et generelt problem med manglende data for eierskap for så å si alle selskaper i USA, med unntak av de aller største selskapene.

Problemer forbundet med den tidlige forskningen innen ES er at den gjerne tar for seg utilstrekkelige tidsserier. Det vil si at man benytter enkelt år eller et utvalg av år som grunnlag når man trekker konklusjoner om sammenhenger mellom eierskap og lønnsomhet. Dette er gjerne et resultat av begrenset tilgang på datamateriale, ved at innsamling av data har vært forbundet med relativt store kostnader. Dersom man ikke har tilstrekkelige tidsserier på grunn av datasettet, vil dette bidra til at konklusjonene kan bli påvirket av hendelser som er av ekstraordinær art i det enkelte år⁹¹. Bare ved å ta for seg datamateriale som strekker seg over en lengre periode vil man ”vanne ut” ekstraordinære effekter, og man vil med større sikkerhet kunne konkludere med årsaks-virkning sammenhenger. I denne sammenheng benytter Elliot [1972] seg av et datamateriale fra 1964-1967, og påpeker at en lengre tidsperiode ville vært mer hensiktsmessig for å finne langsiktige signifikante sammenhenger mellom størrelse på selskap og lønnsomhet. Ved å benytte en lengre tidsserie vil man kunne oppdage sammenhenger som strekker seg over lengre periode, og dermed få frem et klarere mønster i resultatene. På tross av dette finnes det også positive effekter ved at datasettet er begrenset til en mindre tidsperiode. Når man benytter et datagrunnlag som strekker seg over en mindre tidsperiode, vil man sammenligne selskaper som har blitt utsatt for de samme periodiske og makroøkonomiske hendelsene. En fordel er at man unngår at datasettet for eksempel påvirkes av økonomiske sjokk. Dette er en grunn til at Palmer [1973] kritiserer resultatene til Kamerschen [1968]. Når Kamerschen [1968] tar for seg endringer i kontroll fra og med 1929 til og med 1963, vil dette datasettet blant annet inneholde perioder preget av krig og økonomisk depresjon. Disse periodene karakteriseres gjerne av økonomiske sjokk som helt klart vil påvirke de resultatene man kommer fram til, og de konklusjonene man trekker på bakgrunn av resultatene.

Holderness og Sheehan [1988] påpeker også at mangel på datamateriale er et problem når de skal se på sammenhengen mellom Tobins Q og diverse selskapsspesifikke forhold. I denne sammenheng undersøker de om eierskap påvirker lønnsomhet. De mener eksempelvis at ved

⁹¹ Dette kan for eksempel være ekstreme prishopp på råvarer som får selskapers lønnsomhet i det enkelte år. Eksempler kan være gode sesonger for kaffe, korn, olje osv. Da vil selskapets bedrede eller forverrede lønnsomhet gjerne være en effekt av markedshendelser og ikke ledelsen eller eiers påvirkning på lønnsomheten. Økonomiske sjokk og kriser vil også kunne påvirke resultatene i denne sammenheng.

å undersøke majoritetseiers påvirkning på lønnsomhet, må man undersøke det i sammenheng med casestudier. Da vil man undersøke hvordan lønnsomheten er i selskapet når eierskapet er preget av en stor majoritetseier, og ved en motsatt situasjon hvordan selskapets lønnsomhet er når selskapets eierstruktur er utelukkende preget av spredt eierskap. I en slik studie vil man som sagt sammenligne såkalte før og etter resultater, og undersøke hvordan lønnsomheten endres i forskjellige perioder med forskjellig eierskap. Det skal likevel nevnes at dette studiet er vanskelig å utføre, ettersom man ikke nødvendigvis finner selskaper som har vært igjennom en endring fra konsentrert til spredt eierskap. Da er også mangel på data utslagsgivende for om man klarer å få tilfredsstillende resultater. Et problem i denne sammenheng er som nevnt tidligere også at ikke alle land har hatt tradisjoner for å offentliggjøre detaljerte opplysninger om selskapenes eierskap.

I dag er det et begrenset antall sammenlignbare internasjonale studier. Dette er både et resultat av at ES er et relativt nytt tema og av mangel på pålitelige data. På tross av dette er framveksten av nøkkeltall for eierskap for en rekke europeiske land med på å øke muligheten for sammenligning Bøhren og Ødegaard [2001b]. Det er sannsynlig at man i framtiden vil ha gjennomført flere og mer omfattende studier, på bakgrunn av et bredere datamateriale, slik at man lettere kan sammenligne på tvers av studier.

7.4 Makroøkonomiske, bransjespesifikke og selskapsspesifikke forhold

Når man gjør undersøkelser sammenligner man gjerne selskaper som er heterogene. Studier undersøker selskaper som ofte har relativt store forskjeller relatert til industri, geografi, struktur, marked og med forskjellige påvirkninger av makroøkonomiske hendelser. Ettersom det er tilnærmet umulig å finne tilstrekkelig med selskaper som er i samme bransje, med samme gjeldsstruktur, likt antall ansatte, lik omsetning, lik markedsandel osv, kan man ikke utelukke at resultatene framkommer som følge av heterogenitet og spuriøse sammenhenger⁹². For eksempel kan økonomiske sjokk ha forskjellig påvirkning på selskaper dersom disse forløper under tidsperioden undersøkelsen foretas. Glassman og Rhoades [1980]

⁹² Et godt eksempel på spuriøse sammenhenger er den velkjente betraktningen om hanen som galte hver morgen, fordi den trodde den fikk solen til å stå opp.

overkommer mangelen på data og begrenser heterogeniteten ved å undersøke banknæringen. Banknæringen viser seg å ha mer tilgjengelige data for eierskap, og er dessuten en næring som er mer homogen enn andre bransjer. Likevel er denne forskningen begrenset til å gjelde banknæringen og vil ikke gi et klart bilde av hvordan mekanismene for ES generelt påvirker selskapers lønnsomhet.

Et problem som også har gjort seg gjeldene er enkelte studiers manglende hensyn til markedsstruktur. Omgivelsene selskaper opererer i er som oftest ikke identiske. Dette kan for eksempel relatere seg til industrispesifikke forhold. I denne sammenheng er det viktig å kontrollere for monopolsituasjoner og andre inngangsbarrierer som skalabARRIERER, produksjonsbarrierer, differensierings barrierer, absolutt kost barrierer og kapital barrierer [Palmer 1973]. Dersom man altså ikke kontrollerer for markedsstruktur vil man i realiteten ha vanskelig for å sammenligne selskaper, ettersom det kan være eksogene markedsmessige effekter som medfører det observerte resultatet⁹³. Man kan si at det er lett å gå i en felle hvor man ikke kontrollerer for bransje, selskap og markedsspesifikke forhold som i stor grad kan være med på å påvirke de sammenhenger man finner. Særlig tidlig forskning viser til mangel når det gjelder å kontrollere for slike markedsspesifikke forhold.

De tre relativt nye og refererte studiene til Morck et al. [1988], Agrawal og Knoeber [1996] og Cho [1998] bruker alle tall fra Fortune 500 listen. Det vil si at de gjør sine studier med bakgrunn i svært store selskaper. Et problem som da kan oppstå er at en eventuell sammenheng mellom mekanismer i forbindelse med ES og selskapers prestasjoner kan avhenge av selskapets størrelse. Majoriteten av studiene som er foretatt til nå, benytter store selskaper fra USA som sitt datamateriale. McConnell og Servaes [1990] derimot tar indirekte hensyn til størrelse i sine forskningsdata, når de benytter et tilfeldig utvalg av selskaper notert på NYSE og Amex. Det skal likevel nevnes at dersom man ser selskapene som undersøkes av McConnell og Servaes [1990] i sammenheng med norske selskapsdata, vil de fleste selskapene fra NYSE og Amex fortsatt fremstå som relativt store. Selskapene man finner på Oslo Børs er i denne sammenheng gjerne av en annen type, små i en internasjonal sammenheng og ligner mest på de europeiske selskapene. Et annet problem med norske data er at eierskapet gjerne består av store internasjonale andelseiere. I denne sammenheng er det

⁹³ Eksempelvis dersom man skal sammenligne kvaliteten av epler og tilhørende pris, kan man ikke da benytte kvaliteten og pris på epler og appelsiner som sammenligningsgrunnlag. Sammenligningen blir da totalt feil.

ikke opplyst hvilken type eier flere av de internasjonale eierne er. Da kan det være vanskelig å finne årsakssammenhenger. Det vil si det er vanskelig å vite om det er internasjonale eiere generelt som fører til effekten, eller om det er personlige internasjonale eiere som bidrar. Er internasjonale eiere for eksempel typiske institusjonelle?, er også et spørsmål man må stille seg. Alle disse svakhetene kan gjøre det vanskelig å sammenligne resultater basert på datamateriale fra USA og Europa, med det man finner for norske data.

En god del av forskningen innen ES benytter data fra USA, hvor de har en annen struktur enn det man finner i Norge og kontinental Europa. I 17 av de 27 studiene av eierkonsentrasjon som Gugler [2001] undersøker benytter man data fra USA, 5 baseres på britiske data, 2 på tyske data, mens de resterende er fra Australia, Frankrike og Japan. Dersom man ønsker å sammenligne noen av disse studiene med de som foretas av Bøhren og Ødegaard, skal dette gjøres med varsomhet. For eksempel har det seg slik at selv om Norge hører til landene som har en tradisjon med "civil law"⁹⁴, som vanligvis yter mindre beskyttelse av investorer enn "common law", viser det seg at reguleringene i Norge medfører bedre beskyttelse av aksjonærene enn hva som er tilfellet i mange land med "common law" [La Porta et al 2000]. Man bør sammenligne undersøkelser som tar for seg selskaper som påvirkes av de samme faktorene. Likevel kan det bli feil å bare sammenligne Norge med land som også har "civil law", ettersom reguleringer i forbindelse med beskyttelse av aksjonærer i Norge, på mange områder er tilsvarende om ikke bedre enn i land med "common law". Som vi vet er også regnskapsregler på tvers av landegrenser forskjellige. Dermed kan regnskapsmessige måletall som ROA, ROE med flere bli påvirket av nasjonale regnskapsregler. Da må man gjerne ta forholdsregler når man sammenligner forskning på tvers av landegrenser, ettersom man benytter måletall utarbeidet på forskjellige grunnlag.

7.5 Endogenitet og kausalitet

Innen forskning av ES og dens påvirkning på lønnsomhet er endogenitet og kausalitet viktige tema. Vi vil videre ta for oss disse problemene og komme med eksempler fra teorien.

⁹⁴ Norge har en skandinavisk versjon av "civil law" [Bøhren og Ødegaard, 2001a]

I statistiske analyser prøver vi å forklare den endogene variabelen (Y) ut fra de eksogene forklaringsvariablene (X). Vanligvis nevnes det tre kriterier for korrekte statistiske analyser; at X og Y samvarierer, at X kommer tidsmessig før Y og at det ikke eksisterer spuriøse sammenhenger⁹⁵. Dersom ett av disse tre kriteriene er brutt kan man ikke konkludere med at man finner kausalitet, altså å finne den rene effekten av X på Y. De overnevnte kriteriene krever altså eksogenitet i forklaringsvariablene. Eksogen vil si at variabelen er bestemt utenfra og at den dermed ikke avhenger av Y eller feilledet. Hvis forklaringsvariablene ikke er eksogene kan analyseresultatene være feil.⁹⁶ Endogenitet kan skyldes utelatt relevant variabel, simultanitet eller målefeil.

Som nevnt kan målefeil være en grunn til endogenitet. Målefeil ble tatt opp i avsnitt 7.2. Oppsummerende kan det nevnes at hvis variabelen ikke måles korrekt eller ved systematisk unøyaktig, vil analyser basert på datagrunnlaget være usikre og ofte feile.

Endogenitet som følge av utelatt relevant variabel kan i sammenheng med ES være hvis de forskningsresultatene man kommer fram til kan være et resultat av indre selskapsspesifikke forhold istedenfor de uavhengige variablene man tester for. Altså har man da et problem med utelatt relevant variabel, noe som vil påvirke effekten av alle forklaringsvariablene som er inkludert i analysen. For denne type endogenitet er det vanlig å bruke instrumentvariabler for å korrigere for dette. Instrumentvariabler vil si at man forsøker å finne variabler som kan måle effekten av de utelatte selskapsspesifikke forholdene. Problemet med dette er at det ofte er krevende å finne gode instrumenter, spesielt innen paneldata hvor instrumentvariabelen må være tidsvarierende. Hvis disse indre selskapsspesifikke forholdene derimot er konstant over tid vil man derimot kunne bruke FE-modellen som effektivt fjerner uobserverbar som observerbar selskapsspesifikkvariasjon.

Simultanitet vil si at avhengig variabel og forklaringsvariablene påvirker hverandre samtidig. Eksempelvis er hypotesen gjerne at eierskap påvirker lønnsomheten. Ved simultanitet kan altså eierskap påvirke lønnsomhet, men lønnsomhet påvirker eierskap samtidig. Det vil si at mekanismene i fellesskap påvirker hverandre. Simultanitet gjør at man ikke kan måle effekten av X på Y fordi målingene blir forstyrret av at Y påvirker X. På grunnlag av dette er

⁹⁵ Et eksempel som kan benyttes for å beskrive kausalitet er at biljardkule X skaper bevegelse i biljardkule Y, altså er X skyld i at Y beveger seg.

⁹⁶ Man finner altså ikke den rene effekten av x på y ved endogenitet.

variablene i analysen ikke eksogent bestemt og effekten av dem er derfor vanskelig å måle hvis det ikke blir kontrollert for [Gugler og Weigand, 2003]. Simultanitet medfører dermed at det er vanskeligere å separere årsakssammenheng fra effekt. Dette er generelt et problem for forskning innen ES. Bøhren og Ødegaard [2005] nevner at problemer med endogenitet og simultanitet ofte er nevnt i litteraturen av ES. De undersøker disse problemene ved å benytte simultane ligninger hvor de bruker ulike instrumenter for eier - konsentrasjon og innsideeierskap⁹⁷ og ved å lagge enkelte variabler. De har valgt eier – konsentrasjon og innsideeierskap fordi disse mekanismene har fått størst oppmerksomhet i litteraturen. Å lagge variablene betyr at du skyver observasjonene for enten avhengig eller uavhengige variabler i tid. De estimerer så ligninger for prestasjon, eier - konsentrasjon og innsideeier. De finner at forholdet mellom ES og prestasjon er betydelig mindre signifikant med simultane ligninger enn i de enkle modellene som ble estimert tidligere i artikkelen. De mener at stabiliteten av resultatene ved ulike instrumenter og redusert signifikans ved simultanere ligninger kan være drevet av valg av instrumenter. I så måte er det ikke sikkert at det å estimere med simultane ligninger er mer rett enn den tidligere analysen med enkeltligninger, men heller at modellene er feilspesifisert.

Kausaliteten er også et viktig tema innen statistiske analyser. Man må vite om effekten går fra ES til prestasjon eller omvendt. Eksempelvis kan gode prestasjoner fører til at lederne ber om opsjoner som øker innsideeierskapet, og ikke en situasjon hvor det er innsideeierskap som medfører gode prestasjoner av selskapet. Her er altså gode prestasjoner årsak og økt innsideeierskap virkning, slik at å estimere prestasjon med innsideeierskap som forklaringsvariabel blir feil. Modellen som Bøhren og Ødegaard [2001a] har laget oppsummerer de ulike måtene ES og prestasjon kan henge sammen.

⁹⁷ For å endogenisere utside-eier- konsentrasjon og innside-holdings kreves det instrumenter for begge som er uavhengige av hverandre. Som instrument for utside-eier konsentrasjon bruker de STOCK VOLATILITY, LIQUIDITY (equity turnover) og ”intercorporate shareholdings”. For innside-holdings bruker de styrestørrelse og gjeld.

Mechanisms	Causation	
	One-way	Two-way
Exogeneous	1	3
Endogeneous	2	4

The table classifies the empirical approaches used by existing research on corporate governance and economic performance.

Figur 12: Gjensidig påvirkning av mekanismer og kausalitet i empirisk eierstyring og selskapsledelse forskning. [Bøhren og Ødegaard 2001b – CG and economic performance in Norwegian listed firms - side 17]

Figur 12 viser ulike dimensjoner man kan undersøke ES mekanismer og prestasjon. Første dimensjon er om mekanismene er eksogene (1) eller endogene (2) enveisforhold. I kategori (1) vil det si at ES er uavhengige av feilledet og av prestasjon, mens ES i kategori (2) kan være avhengig av feilledet (utelatte variabler). Den andre dimensjonen omhandler om det er toveis kausalitet. Hvis ES og prestasjon påvirker hverandre samtidig, kjennetegnes dette ved kategori (4). Eksogene toveis forhold er ikke en mulighet (kategori 3), fordi toveis forhold alltid gir endogene variabler.

Enkelte hevder at problemet med forskning innen ES relaterer seg til problematikken rundt endogenitet. Det vil si for eksempel at det ikke nødvendigvis er eierskap som påvirker lønnsomhet, men lønnsomhet som påvirker eierskap [Lemmon og Lins, 2003]. I Norge finner man dessuten at kausalitet ikke bare går fra styremekanismer til lønnsomhet, men også den andre vei. Det vil si at mekanismene i fellesskap påvirker hverandre. Selv om dette er tilfellet vil man ikke oppleve at omvendt årsak eller endogenitet ødelegger studien. Det vil bare medføre at det er vanskeligere å separere årsakssammenheng fra effekt. Dette er generelt et problem for forskning innen ES. Kanskje en av de viktigste kildene til endogenitet, kan sies å være mangelen på kontrollerte eksperimenter.

De fleste studier behandler kausalitet som enveis og mekanismer for ES som eksogene (kategori 1). Økonometriske analyser som tar mekanismene som eksternt gitt, antar dermed implisitt at årsakssammenhengen går fra eierstyring til prestasjon. Dersom man foretar en enkel regresjonsanalyse som kombinerer bare to variabler, vil man ha problemer med å forsvare de fremkommende resultatene, ettersom disse kan være influert av flere faktorer. Problemet er at bare en mekanisme studeres om gangen. For eksempel kan dette være å studere eierkonsentrasjonens effekt på lønnsomhet uten samtidig å kontrollere for effekten av

innsideeierskap. Et eksempel er når Demsetz og Lehn [1985] undersøker prestasjon og eierskapskonsentrasjon, mens Morck et al [1988] og Stulz [1988] fokuserer på innsidere. I en slik setting kan man finne et signifikant resultat for eierkonsentrasjon, men resultatet kan like gjerne skyldes at man har en høy andel innsideeiere. Likevel kan tester av dette slaget være problematisk ettersom innside- og utsideeierskap kan være substitutter eller komplementære for prestasjon [Bøhren og Ødegaard 2001a].

Målsettingen med analysene er å få mest mulig korrekt forklaring av variasjonen i den avhengige variabelen ved hjelp av de uavhengige variablene. Eller sagt på en annen måte, å finne ut hvor stor del av variasjonen i et avhengig fenomen som skyldes systematisk samvariasjon med et sett årsaksfaktorer. Selv om man prøver å forbedre problemet ved å inkludere flere forklaringsvariabler, slik som blant annet foretas av McConnell og Servaes [1990]⁹⁸, angriper de ikke problemet med innbyrdes forhold. De bruker en multipel tilnæringsmåte som ikke klarer å fange opp endogenitet.

Forskning foretatt av Himmelberg et al. [1999] kan sies å være mer i nærheten av kategori 2 i figur 12, hvor man tar for seg endogene variabler. Selv om de i sin forskning ignorerer mekanismenes interaksjon og analyserer enveis kausalitet fra innside eierskap til prestasjon, kan de estimere innsideeierskap ut fra karakteristikken ved selskapets eierskap. Kategori 3 er umulig, siden 2 - 2 kausalitet ikke kan bli modellert uten at minst en mekanisme blir endogent relatert til prestasjon. ”Where one specific mechanism is used less, others may be used more, resulting in equally good performance” [Agrawal and Knoeber 1996, side 378]

For å takle problemet med gjensidig påvirkning og omvendt kausalitet, forutsetter man at mekanismene er gitt endogent, og man prøver i denne sammenheng å kontrollere for omvendt kausalitet (kategori 4). Det er flere således forskjellige mekanismer som kontrollerer for agentproblemer mellom leder og eier. Disse mekanismene kan gjensidig påvirke hverandre (substitutter og komplementær). Ettersom man ikke har en klar modell for hvordan ES henger sammen, kan man heller ikke modellere en innbyrdes modell der man ser hvordan de henger sammen. I denne sammenheng behandler Agrawal og Knoebler [1996] i deres pionerstudie et system av endogene ES mekanismer ved multipelregresjon, og argumenterer for hvordan de henger sammen. Ved å benytte seg av hjelpemidler som ignorerer

⁹⁸ Tar blant annet for seg forklaringsvariabler som innsideeierskap, eierkonsentrasjon og institusjonelle eiere.

mulig korrelasjon mellom mekanismene, prøver de å finne ut hvordan mekanismene henger sammen. Mekanismene som er med i undersøkelsen er innsideeierskap, institusjonelle eiere, konsentrert eierskap, uavhengige styremedlemmer, gjeldsfinansiering, arbeidsmarkedet for ledere og markedet for overtakelser. Selv om deres tall kan være noe upresise, finner de likevel noen interessante mønster med hensyn på gjensidig avhengighet mellom mekanismene. Det viser seg blant annet at et mer aktivt marked for selskapskontroll er forbundet med større eiere og finansielle institusjoner. Dermed kan det se ut som om et aktivt marked for overtakelser, store eiere og finansielle institusjoner er komplementære. Ingen av de andre mekanismene påvirker innsideeierskap eller antall uavhengige styremedlemmer, men en økning i en enten innsideeierskap eller uavhengige styremedlemmer påvirker igjen bruk av gjeld. Dette antyder at intern overvåkning som følge av gjeld er mest effektiv når selskapet har en høy andel av innsideeiere eller uavhengige styremedlemmer. Dersom man skal kunne konkludere med en suksessfull implementering av kategori 4, avhenger det av ES teori som kan tilby et sett med velformulerte restriksjoner. Før man får et godt teoretisk rammeverk kan man ikke forholde seg til kategori 4 selv om Agrawal og Knoebler [1996], og Cho [1998] prøver å sette fokus på problemet. Også Bøhren og Ødegaard [2001a] sjekker dette ved å foreta undersøkelser i den fullstendige modellen ved å holde innsideeierskap, styrestørrelse og selskapsstørrelse konstant, mens man måler effekten av endringer i eierkonsentrasjon. Det samme gjør man med de andre forklaringsvariablene. Slik finner man hvor mye den enkelte variabelen påvirker lønnsomheten, samtidig som man kontrollerer for autokorrelasjon.

7.6 Måltall for lønnsomhet

Når man undersøker ES i sammenheng med lønnsomhet trenger man måltall for lønnsomhet. Måltallene som benyttes innen forskningen kan man hovedsakelig dele opp i tre grupper. Disse er regnskapsbaserte, markedsbaserte og en blanding av regnskaps- og markedsbasert. Når man sammenligner studier skal man være observant på hvordan lønnsomhet defineres ettersom bruk av forskjellige måltall kan være med på å påvirke det endelige resultatet og konklusjonen av undersøkelsene. I denne sammenheng er det dessuten viktig å bruke måltall med forsiktighet, ettersom man ofte opplever ”støy” knyttet til disse tallene. En rekke forskjellige måltall benyttes, og tabell 5 viser en enkel oversikt hvordan enkelte studier kan grupperes med utgangspunkt i måltall som benyttes for lønnsomhet.

Tabell 5: Finansielle måltall.

Kostnadsbaserte måletall

Type måletall	Definisjon	Representative studier
Return on assets	Resultat før renter og skatt/ total kapital	Denis og Denis (1994), Mehran (1995), Kole (1996)
Return on equity	Resultat etter skatt og renter/ egen kapital	Monsen et al (1968), Demsetz og Lehn (1985)
Return on invested capital	Driftsprofitt minus justert skatt/ driftsrelatert kapital	Chang (2002)

Markedsbaserte måletall

Type måletall	Definisjon	Representative studier
Return on stock	Verdiøkning i løpet av et år	Stano [1976], Holl [1977], Bøhren og Ødegaard [2001].
CARs	Økning i avkastning ved uventet hendelse	Loderer og Marin [1997], Eckbo og Smith [1998].

Hybrid måletall

Type måletall	Definisjon	Representative studier
Marked til bok	Markedsverdi / bokverdi (av egen kapitalen)	Holderness et al. [1999]
Tobins Q	Markedsverdi / gjennanskaffelseskost (av total kapitalen)	Morck et at. [1988], Bøhren og Ødegaard [2001].

Selv om vi her har gruppert studiene etter forskjellige måltall er det heller ikke uvanlig å benytte flere forskjellige måltall i en og samme studie for å finne en eventuell korrelasjon mellom dem. Da kan man nemlig sette et kritisk fokus på resultatet som fremkommer dersom man for eksempel finner at ett måltall viser til signifikant effekt, mens to måltall for lønnsomhet viser ingen effekt. Faktum er at måltallene ofte er relativt svakt korrelert med hverandre. Dette gjør at man bedre kan isolere hva som fører til lønnsomhet, uten at man har problem med multikolaritet. Det er ikke overraskende at det kan være vanskelig å finne et godt "situasjonsbilde" som klart beskriver selskapets totale prestasjoner. På den andre siden kan som sagt resultatene i forskningen bli påvirket av hvilke måletall som brukes. Studier som undersøker sammenhengen mellom eierskap og lønnsomhet har gjerne funnet forskjellige resultater avhengig av om man benytter Tobins Q eller regnskapsbaserte måltall som grunnlag for lønnsomhet Bothwell [1980].

Vi vil nå gå igjennom deler av de mest benyttede måletallene for studier innen ES, og kommentere styrker og svakheter forbundet med de forskjellige metodene. Da kan vi bedre forstå de resultatene litteraturen er bygget på. Først vil vi ta for oss regnskapsbaserte måltall.

7.6.1 Regnskapsbaserte måltall

Regnskapsbaserte måltall benyttes ofte innen studier forbundet med ES og lønnsomhet. De tidlige studiene var gjerne mer preget av denne typen måletall. I dag er det derimot oftere en kombinasjon av både regnskapsbaserte og markedsbaserte som benyttes. Generelt er bruk av regnskapstall en enkel og god måte å måle prestasjon, ettersom de som oftest er lett tilgjengelige, lett å verifisere og ikke minst relativt lett å forholde seg til. Dessuten vil regnskapsbaserte måltall i motsetning til markedsbaserte måltall i mindre grad påvirkes av psykologi i markedet, det vil si optimisme/pessimisme blant investorer. Likevel påpeker Demsetz og Villonga [2001] at det kan diskuteres om det er mer fornuftig å undersøke et estimat på hva ledelsen *har* oppnådd, eller hva ledelsen *vil* oppnå, når man skal vurdere deres prestasjoner. Enkelte hevder i denne sammenheng at ett av hovedargumentene mot bruk av regnskapstall er nettopp at de er tilbakeskuende og at de er relativt lett å påvirke. Regnskapsrapportering kan påvirkes av målefeil og metoder, og dermed kan dette være et dårlig grunnlag for vurdering av ledelsens prestasjoner. Hovedsakelig fordi regnskapstall kan være mindre relatert til ledelsens og ES innvirkning på prestasjonene, mens mer til målefeil og annen påvirkning. Annen påvirkning kan for eksempel være valutakurser, rentenivå og prisen på råvarer. Ledelsen kan også påvirke regnskapsrapporteringen innenfor lovens rammer. Dette gjelder for eksempel utsettelse av investeringer og innkjøp som kommer i slutten av året, slik at disse vil komme på neste års regnskaper. Fra et lederssynspunkt kan dette virke fornuftig dersom man forhandler om kontrakter, og ved den aktuelle perioden har ledelsen allerede opparbeidet seg full bonus. Fra ledelsens side kan det da være ønskelig å signere den nye kontrakten i det kommende året/kvartalet, og dermed sikre seg tilstrekkelig profitt og omsetting til på ny å oppnå bonus. Dermed vil tidspunktet man regnskapsfører og de verdiene man regnskapsfører kunne være avgjørende for de regnskapsmessige måletallene. Ledere som ikke har langsiktig interesser i selskapet kan også være fristet til å kutte kostnader og investeringer på områder som kan være positivt for selskapet nå, men negativt på lang sikt. For eksempel kan dette være kutt i investeringer forbundet med FoU

eller kostnadskutt som forringer kvaliteten i selskapets produkt⁹⁹. Et problem med å kutte investeringer forbundet med FoU, er at det i realiteten kan være et signal om maksimering av kortsiktig kontantstrømmer og ikke langsiktig maksimering av lønnsomhet. Profitten kan også bli blåst opp igjennom salg av anleggsmidler eller eiendommer som har høy markedsverdi men lav bokverdi. I den ytterste konsekvens kan man ty til ulovligheter, i form av bedrageri, økonomisk utroskap og brudd på regnskapsloven.¹⁰⁰ Endelig konsekvens er at regnskapstall ikke gir et underliggende bilde av selskapets prestasjoner [Kaplan and Atkinson 1998]. Når regnskapene blir påvirket for å formidle til markedet det markedet ønsker å høre, i motsetning til å opplyse om selskapets virkelige status, er dette bedrag. Dermed kan viktige driftsrelaterte beslutninger som ville maksimert verdien av selskapet bli nedprioritert for å imøtekomme forventningene til markedet. I realiteten vil da langsiktig maksimering av selskapets verdier forringes [Jensen 2005]. Likevel skal mekanismer i forbindelse med ES i størst mulig grad bidra til å hindre dette, men der mekanismene ikke får virke etter hensikt vil utstrakt påvirkning av regnskapene kunne oppstå.

I motsetning til markedsverdier baserer som sagt regnskapstall seg på hendelser som allerede har forekommet. Det vil si at man som regel ikke tar hensyn til forventninger om fremtiden. Dette medfører at den reelle forventede verdiskapningen ikke måles gjennom regnskapene, men at regnskapene kun reflekterer historisk verdiskapning¹⁰¹. Et argument som kommer opp i denne sammenheng er tidsaspektet ved regnskapsrapporteringen. Dersom man for eksempel opplever at innsideeierskapet i et selskap økte fra 10 % i 2005, og at ROA økte tilsvarende 10 % i 2005, er det ikke nødvendigvis slik at det er endringen i eierskapet som medførte økning i ROA. Dersom for eksempel eierskapsendringen forekom i slutten av 2005, vil det være den tidligere eiersammensetningen som kan ha vært en bidragsyter til de forbedrede resultatene for 2005. For eksempel kan det også tenkes at dersom det skal eksistere en sammenheng mellom eierstruktur og regnskapsmessig lønnsomhet, vil denne kunne risikere

⁹⁹ For eksempel kan dette være kutt i kundeservice, redusert kvalitet i råvarer, lengre leveringstid, lengre servicetid osv. Som et resultat kan man oppleve redusert kongruens- og designkvalitet.

¹⁰⁰ Som norske eksempler kan vi her dra fram dommen mot Finance Credit AS og den pågående rettsaken mot Terje Bogens Sponsor Service AS. Terje Bogen er tiltalt for å manipulere regnskaper med vitende å vilje for å påføre Nordea og private investorer tap på 174 millioner kroner. Dette ble gjort ved å blåse opp inntektene ved å inntektsføre ikke inngåtte avtaler (brudd på opptjeningsprinsippet). Fokus på "hvitsnipp" forbrytere har økt den siste tiden, og med strafferammer opp til 9 år gjør dette til en handling som medfører konsekvenser for de involverte parter. [Kilde: DN Onsdag 14 juni 2006, side 60-61]

¹⁰¹ Som kommentert tidligere skal det nevnes at innføringen av standardiserte regnskapsstandarder som IFRS og IAS, har medført at forventninger om fremtiden innlemmes i regnskapene og at rapporteringen dermed er mer linket til virkelig verdi istedenfor historisk kost.

å være forsinket i regnskapene. Med dette mener vi at det kan for eksempel ta år før eierne virkelig får omveltet organisasjonen til å handle slik man ønsker, og at det først senere vil vise seg i regnskapene hvilken påvirkning eierskapet har. Dette kan likevel være forbundet med problemer ettersom det ikke er noen som faktisk har kommentert tiden det tar før man eventuelt opplever at sammenhengen mellom eierskap og lønnsomhet slår inn. Dersom det kommer fram at eierskap har betydning, kan det således være en interessant studie å se hvor lang tid i gjennomsnitt det tar før man opplever bedret lønnsomhet. Vi kan si at det er en imperfekt sammenheng mellom regnskapsprofitt og langsiktig økonomisk prestasjon¹⁰². En måte å unngå at forskningsresultatene rammes av feile sammenligningsgrunnlag, er å benytte et datasett som kun inkluderer selskaper som har hatt relativt stabil eiersammensetning. Dette kan likevel vise seg vanskelig, ettersom det da må defineres hvor lang eiervarigheten skal holdes konstant før den kan klassifiseres som stabil. Dessuten vil man ved en eventuell sammenligning av resultater på tvers av landegrenser kunne oppleve forskjeller ettersom det er ulik praktisering innen regnskapsrapportering.

I hovedsak kan man identifisere tre typer regnskapsbaserte måltall som går igjen i forskningen. Disse er:

- Return on Assets (ROA) eller total kapitalrentabilitet
- Return on Equity (ROE) eller egen kapitalrentabilitet
- Return on Capital Invested (ROIC) eller avkastning på investert kapital

De to mest brukte regnskapsbaserte måletallene er ”Return on Equity” og ”Return on Assets” og har blitt brukt i utallige studier om eierskap og prestasjon¹⁰³. Disse måletallene er svært populære ettersom de er lett tilgjengelige, også for små og ikke børsnoterte selskaper. Dessuten er de relativt enkle å tolke. ROE måler ganske enkelt det overskuddet som tilfaller eierne basert på egen kapital, mens ROA måler hva som tilfaller total kapitalen¹⁰⁴. I motsetning til ROE inneholder ROA mer selskaps spesifikk risiko, og blir ikke påvirket av gjeldsgrad slik ROE blir. Påvirkningen av gjeldsgrad er en av ulempene ved ROE, ettersom

¹⁰² Økonomisk litteratur omtaler denne effekten gjerne som ”lagged”.

¹⁰³ Blant de mest kjente er Demsetz and Lehn (1985), Denis and Denis (1994), Hermalin and Weisback (1991), Kole (1996), McConnell and Servaes (1990), Mehran (1995) og Monsen et al. (1968) Kilde: side 107 i Mathisen [2002].

¹⁰⁴ Understreke at man må trekke fra rentene når man beregner egen kapitalrentabilitet.

man ved å øke risikoen i kapitalstrukturen kan oppnå en høy ROE. Det vil si dersom man mer eller mindre utelukkende finansierer selskapet med gjeld, vil man kunne oppnå en høy ROE som et resultat av økt gjeldsgrad. Det man implisitt antar da er at finansiering med gjeld kan investeres slik at man får høyere avkastning enn renten man må betale på gjelden. Dessuten påvirkes ROE av selskapets og landets regler, retningslinjer og praktisering av avskrivninger, ved at rask avskrivning vil medføre høyere ROE. Et problem som vi nevnte tidligere gjelder også tidsaspektet. Desto mer forsinkelse man har mellom investeringsutgiftene og kontantstrømmene fra investeringen, desto mer vil man blåse opp ROE. En siste påpekning når det gjelder ROE, er at vekstselskaper gjerne har lavere ROE. Når man skal benytte ROE må man derfor gjerne på grunn av faktorene nevnt over sammenligne med et krav som for eksempel kan baserer seg på ROE for selskaper i samme bransje. I denne sammenheng kan ROE alene være et mindre hensiktsmessig måletall når man undersøker selskapers lønnsomhet. De samme effektene som ROE påvirkes av, bortsett fra gjeldsgrad, vil også påvirke ROA. Det er likevel verdt å nevne noen andre bakdeler med ROA. For eksempel relaterer dette seg til når man undersøker industrier som er preget av høye investeringer. Totalkapitalen vil dermed være relativt høy. Dette kan være industrier som jernbane og kraftverk/energi. Da vil ROA gjerne være relativt lavere for disse industriene enn ROA for andre industrier, ettersom man trenger relativt kapitaltunge eiendeler for kunne drive selskapet. Dersom det dessuten også er relativt store kostnader forbundet med å vedlikeholde disse eiendelene, vil dette også påvirke ROA. Vedlikeholdskostnadene vil nemlig redusere resultatet i selskapet. Selskaper og industrier som derimot er mer avhengig av forskning og menneskelig kapital, vil gjerne vise til høy ROA. Totalkapitalen er gjerne relativt lav i slike selskaper, ettersom det ikke er vanlig å bokføre menneskelig kapital og verdien av "know-how". Som vi ser er det en rekke effekter ved begge måltallene som påvirkes ut fra egenskaper med selskapet analysen er foretatt på. Dermed må man tolke både ROE og ROA med en viss skepsis.

En del studier benytter ROE, blant annet ettersom incentivteori anbefaler den. ROE anbefales fordi en eier-manager er mer tilbøyelig til å motta høy avkastning på ROE enn på ROA. Ved å appellere til eier-managers økonomiske interesser vil manageren jobbe for å maksimere verdiene til eierne¹⁰⁵. Et problem i denne sammenheng er begge disse måletallene

¹⁰⁵ Dette forutsetter at selskapets kapitalstruktur betyr noe, Miller og Modigliani.

inkluderer elementer som ikke skyldes den vanlige driften, som blant annet avkastning på finansiell midler. Det argumenteres gjerne for at disse postene bør utelates når man måler ROA og ROE, ettersom ledelsen ikke har noe innflytelse over hvordan en slik post utvikler seg. Et annet problem er om man bør ekskludere avkastning fra ekstraordinære hendelser eller aktiviteter ettersom det kan øke informasjonsverdien for disse måletallene. Loven om store tall sier at dette ikke er noe problem dersom utvalget er stort, slik at gjennomsnittet av alle selskapene i utvalget med større sannsynlighet går mot normalen. Dersom utvalget ikke er tilstrekkelig, vil ujusterte regnskapsdataene være påvirket av slike ekstraordinære effekter.

Et alternativt regnskapsbasert måletall er ROIC. Den formelle definisjonen av ROIC er Net Operating Profits Less Adjusted Taxes (NOPLAT) / investert kapital¹⁰⁶. Forskjellen fra ROA er at man sammenligner inntekter fra totalkapitalen, men trekker ut ikke-operative finansielle resultater. Med andre ord ekskluderer ROIC avkastning som stammer fra ikke-påvirkbare finansielle aktiviteter. ROA og ROIC er derfor identiske dersom selskapet ikke har finansielle aktiviteter, og det som faktisk måles er det lederen kan påvirke gjennom driften. For ROIC inkluderer man unormale resultater dersom størrelsen på utvalget er tilstrekkelig, og justerer resultatene dersom utvalget viser seg å være for lite. ROIC er et attraktivt måltall siden avkastningen på investert kapital er positiv og sterkere korrelert med residual profitt enn hva som er tilfelle for ROA. Man må likevel korrigere for ekstraordinære hendelser. Et problem med ROIC er likevel at det kan lettere påvirkes av ledelsen, det påvirkes av regnskapspraktisering og endringer i disse og det er også sårbart for endringer i rentenivå og valutakurser. Det er likevel sannsynlig at en større innarbeiding av ROIC kan medføre at ROA som måltall vil benyttes mindre. Til nå er likevel ROIC relativt lite brukt. I det kommende punktet vil vi nå ta for oss markedsbaserte måltall.

7.6.2 Markedsbaserte måltall

Som det fremkommer av navnet relaterer markedsbaserte måltall seg til markedet. Markedet er i denne sammenheng kapitalmarkedet. Kapitalmarkedet er aksjemarkedet, hvor selskapets prestasjoner og framtidsutsikter til en hver tid reflekteres i selskapets aksjepris. Det interessante er hvordan markedsaktørene priser selskapets verdier. Dette kan for eksempel

¹⁰⁶ For formell utregning av ROIC viser vi til Koller, Goedhart and Wessels, "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, kapittel 3 "Fundamental Principles of Value Creation.

relatere seg til situasjoner hvor selskapets verdier prises høyere eller lavere i markedet som følge av diverse mekanismer for ES. I denne sammenheng undersøker teorien vanligvis to markedsbaserte måltall, nemlig:

- Return on stock (RoS) – avkastning på aksje og dividende over en utvalgt periode
- CARs – cumulated abnormal market return – kumulert unormal markedsavkastning over en utvalgt periode

Aksjeavkastning eller ”return on stock” er et alternativt måletall som blir brukt i studier vedrørende ES. Da kalkulerer man den prosentvise endringen i aksjepris for det aktuelle selskapet over den aktuelle perioden. Ved å benytte data fra markedet når man vurderer selskapets prestasjon, vil man få en objektiv vurdering av selskapet. Dersom markedet er halvsterkt-effisient vil da all tilgjengelig offentlig informasjon reflekteres i prisen markedet setter per aksje. Likevel er det også klare svakheter ved å benytte data fra markedet som grunnlag for å vurdere prestasjon. For eksempel kan måletallene bli sterkt påvirket av markeds spesifikke forhold som gjerne ikke relaterer seg til mekanismene forbundet med ES. Kumar et al [2004] påpeker at for eksempel sentimentet i markedet kan påvirke de markedsbaserte måltallene. Dette kan være effekter som ”bobler” i markedet som ikke reflekterer de underliggende verdiene i selskapet, men mer enn overvurdering av forventningene. En annen effekt er at en del forskere benytter aksjekursene i slutten av året når de noterer markedsverdi. Disse dagene er gjerne mer volatile som følge av andre faktorer enn de som relaterer seg til selskapets verdier. Volatiliteten kommer som følge av at investorer på denne tiden gjerne tar sine posisjoner som følge av skatte- og formueseffekter. Bevegelser i aksjekursen i denne perioden trenger derfor ikke å relatere seg til selskaps spesifikke forhold. Markedsbaserte måletall som indikasjon på selskapenes prestasjon er gjerne mest meningsfulle ved såkalte hendelses studier (event-studies) hvor man gjerne undersøker effekten av hendelser. For eksempel vil et selskap med dårlig ES være reflektert i prisen av selskapet. Dersom det derimot skjer en forbedring av ES vil dette kunne medføre endringer i markedsaktørens verdsettelse av selskapet. Dermed vil en hendelses studie fange opp re-prising i markedet.

Mathisen [2002] gir et bilde av fire vanlige markedsbaserte måletall, hvor av tre er såkalte CARs. CARs er allerede benyttet i enkelte studier inne ES¹⁰⁷, og det er et spennende måltall som man kan oppleve vil bli hyppigere benyttet i fremtiden [Mathisen, 2002]. Studiene som benytter CAR måler unormal avkastning relatert til en spesiell hendelse. I realiteten er RoS det samme som CAR, men i motsetning til RoS korrigerer man for risiko i CAR. I denne sammenheng benytter man CAPM [Sharpe, 1964; Lintner, 1965]. Ved å bruke CAPM kalkulerer man forventet avkastning på egenkapitalen, og man kan dermed sammenligne forventningene med reell markedsavkastning. Da har man funnet unormal avkastning, altså CAR. Unormal avkastning er gjerne et resultat av hendelser i markedet som relateres til selskapet. Det kan være meldinger fra selskapet om oppkjøp, fusjoner, ny ledelse, ny styreleder, bortgang av styreleder, reduksjon i ordreinnngang eller ulykker. I denne sammenheng er CAR hensiktsmessig å benytte i ”even-studies” ettersom man ser på avkastningen før og etter en hendelse. Målet er da å isolere effekten av det inntrufne¹⁰⁸.

I tilfeller med eier-manager har man da et måletall som ikke i stor grad er påvirkbar, slik som regnskapsbaserte er. For eksempel vil pris på selskapets aksjer være bestemt av markedsaktørene, og i stor grad være objektiv. Den letteste måten for en eier-manager å påvirke måltallet er ved å drive et målrettet arbeid og kontinuerlig informere markedet om hendelser, slik at selskapets prestasjoner og framtidsutsikter best mulig reflekteres i pris per aksje i selskapet. Likevel kan likviditeten i selskapets aksjer være med på å bestemme prisen på selskapets aksjer, noe som også kan være med å påvirke resultatene ved CAR. For eksempel er det ikke unaturlig å forvente at et selskap som preges av lav likviditet i aksjen, som følge av en stor kontrollerende majoritet på eiersiden, vil kunne oppleve høyere CAR enn et selskap som er mer preget av spredt eierskap. Hovedgrunnen er at mindre aksjer tilgjengelig i markedet vil medføre at etterspørselen dermed kan bli større enn tilbudet og drive aksjeprisen opp som følge av hendelsen. Derfor må man gjerne kontrollere for

¹⁰⁷ Blant de mest kjent er; Agrawal and Mandelker (1990), Eckbo and Smith (1998), Loderer and Martin (1997), Stulz, Walking and Song (1990) og Yermack. [kilde: Mathisen 2002, side 118]

¹⁰⁸ Markedsavkastning er den prosentvise veksten i et selskaps markedsverdi hvis man forutsetter at alt utbytte er reinvestert. Dermed kan markedsavkastningen bli kalkulert på følgende måte $(PV_t + D_t - PV_{t-1}) / PV_{t-1}$ hvor D_t er utbytte. Man benytter CAPM for å beregne forventet avkastning (r_{ek}). Dermed kan en regne ut superprofitt (AR) = (Markedsavkastning_t - r_{ek}). Dette er avkastning over normal kompensasjon for risiko. Dermed kommer vi fram til CARs,

$$CAR = \sum_{t=d_1}^{d_2} AR_t$$

Cumulated abnormal return, hvor d_1 og d_2 er start og sluttdatoer på perioden. Dette er den aggregerte superprofitten som kan brukes til sammenligning av studier.

eierkonsentrasjon for å sammenligne CAR på tvers av selskaper. En annen bakdel ved CAR er at man trenger aksjekurser fra et likvid marked slik at all tilgjengelig offentlig informasjon i størst mulig grad reflekteres i pris per aksje i selskapet. Derfor vil CAR være et dårlig måltall når man undersøker selskaper som ikke er børsnotert. I det neste punktet vil vi ta for oss forholdstall som er en blanding av markeds- og regnskapsbaserte. Vi har valgt å kalle disse hybrid versjoner.

7.6.3 Hybrid versjoner

Når vi snakker om hybrid versjoner mener vi måltall som tar hensyn til både regnskapstall og data fra markedet. Det er to typiske måltall som gjør seg gjeldene i denne sammenheng. Dette er:

- Market til bok ratio = $\text{Markedsverdi}_t / \text{Bokverdi}_t$
- Tobins Q ratio = $\text{Markedsverdi}_t / \text{gjenanskaffelsespris driftsrelatert kapital}_t$

En fordel med marked til bok verdier sammenlignet med andre måletall som ROE og ROA, er at det ikke oppstår problemer med om man skal inkludere eller ekskludere ekstraordinær avkastning. Dermed er de mer forutsigbare og lettere å håndtere. Dessuten vil marked til bok som måletall være mer robust enn regnskapsbaserte måletall, ettersom ledere i mindre grad vil kunne påvirke grunnlaget som måletallene baserer seg på. Marked til bok er dessuten attraktivt som måltall ettersom det standardiserer markedsværdien ved at man direkte måler av totalkapitalen. Dette er ikke tilfellet for Tobins Q som måles mot gjenanskaffelseskost for nåværende produksjonsteknologi. Tobins Q er på tross av dette tett relatert til marked over bokverdier, men like fullt ikke identisk. Teoretisk er Tobins Q definert som markedsværdien av selskapet delt på gjenanskaffelseskostnaden til selskapets aktiva. Jo høyere Tobins Q er for et selskap, jo mer lønnsomhet er det i å investere i nye produksjonsmidler. Mer presist, gitt at Q blir målt korrekt og dermed upartisk, vil det være lønnsomt å investere i fornyelse av hele produksjonskapasiteten dersom Q er over 1, og man bør utsette slike investeringer dersom verdien er under 1. Hovedpoenget er at dersom Q er over 1 vil den investerte kapitalen som viser seg i bokværdien, lønne seg ettersom den forventet verdi (markedsverdi) er høyere enn anskaffelsesverdi (bokverdi). Ved en Q under 1, vil derimot den investerte kapitalen ikke klare å gi tilstrekkelig avkastning til å forsvare gjenanskaffelse. Da er det mer

fornuftig at ledelsen betaler ut selskapets midler til aksjonærene enn å investere i ulønnsomme prosjekter. Det er viktig å merke seg at Tobins Q ikke måler den finansielle prestasjonen av eksisterende investeringer, men måler heller de finansielle prestasjonene ved å gjenanskaffe dagens produksjonskapasitet. Tobins Q har dessuten den svakheten at det kan være vanskelig å måle gjenanskaffelseskostnaden. Dette er en av grunnene til at mange som bruker Tobins Q faktisk bruker en justert form av Q. Da benytter man hovedsakelig anleggsmidler og varelager i nevneren. Dette fører til skjevhet i datamaterialet og et dårlig mål på kostnaden ved gjenanskaffelse, ettersom man ikke tar hensyn til immaterielle eiendeler og leasing. Andre poster blir tatt med, men ikke justert for slik som verdien på tomter og eiendom. Kumar et al. [2004] kommenterer dette problemet med måltallet. Selskaper med mange immaterielle eiendeler vil vise til bedre presentasjoner ettersom man i Tobins Q benytter markedsverdi over bokverdi. Her vil man i teller inkludere markedsverdien av de immaterielle eiendelene, ved at man diskonterer de forventede kontantstrømmene disse eiendelene vil skape. Likevel vil man i nevneren ikke finne gjenanskaffelseskosten til de immaterielle eiendelene. Dermed vil immaterielle eiendeler være med på å føre til positiv korrelasjon mellom variabler for eierskap og selskapets prestasjoner. I denne sammenheng påpeker Demsetz og Villonga [2001], at forskjeller i selskapers avhengighet av immaterielle eiendeler vil påvirke sammenligning av lønnsomhet mellom selskaper. Dessuten hevder de at når man ikke benytter gjenanskaffelseskost for eiendeler, men heller avskrevne bokverdier, vil dette medføre at man inkluderer problemene som følger med regnskapsrapporteringen. Dette har å gjøre med om det er den virkelige økonomiske avskrivning som legges til grunn eller den regnskapsmessige når verdien av bokverdien fastsettes. Dette vil altså kunne medføre spuriøse sammenhenger som følge av regnskapsregler og prinsipper. I studiet foretatt av Demsetz og Villonga [2001] kommenterer de at Tobins Q påvirkes i stor grad av regnskapsrapporteringen. Det viser seg blant annet at variasjoner i Q, bedre kan forklares av forskjeller regnskapsrapporteringen, enn av forskjeller i regnskapsmessig profitt. Gugler et al. [2003] støtter dette og finner indikasjoner på at gode regnskapsstandarder medfører høyere avkastning på både reinvesterte kontantstrømmer og ny egenkapital. Dette er uavhengig av om landet er klassifisert i "common law" eller "civil law" kategorien. Funn av både Demsetz og Villonga [2001] og Gugler et al. [2003] understreker dermed at tidligere undersøkelser gjerne i mindre grad tar hensyn til regnskapsrapportering når man sammenligner Tobin Q. Dermed må man gjerne sette kritiske spørsmål ved tidligere forskning og deres ukritiske bruk av dette måletallet.

Tobins Q kan sees på som en kombinasjon mellom markedsbaserte måleinstrumenter som ROS og regnskapsbaserte instrumenter som totalkapital, (ROA). Denne sammenhengen vil dermed ta med seg det gode og dårlige fra begge metoder, men det viser seg likevel at Q er det målet på prestasjon som faktisk gir flest signifikante resultater. Bøhren og Ødegaard, [2001a] bruker i all hovedsak Q som måletall for å forklare resultatene sine. Q er den av måltallene som er mest signifikant igjennom alle testene som Bøhren og Ødegaard foretar. Når de benytter Tobins Q unngår de dessuten problemer med autokorrelasjon, som man opplever ved benyttelse av måltallet ROA_5 . ROA_5 er et 5 års gjennomsnitt som introduserer et potensielt økonometrisk problem for både ROA_5 og RoS_5 , siden 80 % av dataen overlapper hverandre. Q har ikke dette problemet ettersom hver verdi er målt ut fra hvert enkelt år.

Gugler og Yurtoglu [2003] kritiserer bruken av *gjennomsnittlige* måletall som Tobins Q og ROA. De hevder at slike måletall har hindret teorien i å oppnå en bredere konsensus. I denne sammenheng mener de at et ideell måletall for et selskaps prestasjoner, når man tester hypoteser som omhandler agent-principal problemer, bør identifisere marginalavkastning. Dermed vil det være hensiktsmessig å benytte seg av marginal Tobins Q. Gugler og Yurtoglu [2003] velger å gi dette måltallet betegnelsen q_m . Dette måltallet vil ha en rekke fordeler. For det første vil man ikke ha behov for å spesifisere en full strukturell modell for prestasjoner, ettersom et nødvendig krav for at man finner dårlig ledelse da er $q_m < 1$. Dessuten vil man sjelden oppleve problemer med omvendt kausalitet og endogenitet når man benytter marginalavkastning som måletall. I denne sammenheng argumenterer de for at en estimert q_m mindre enn 1, må tolkes som at ledelsen feiler i sine oppgaver. Selskapet kan da stå over for utstrakte agentproblemer.

Til nå har vi sett på en del momenter med forskningen som kan sies å være kritisk for resultatene. I det neste avsnittet kommer vi med våre meninger om hva som kan være interessant å undersøke videre innen ES i forbindelse med lønnsomhet.

7.7 Videre forskning innen eierskap og lønnsomhet

Som vi har sett i utredningen har forskningen til nå tatt for seg en rekke mekanismer for ES og sett disse i sammenheng med lønnsomhet. Likevel er det alltid slik at det er enkelte områder som kunne vært undersøkt nærmere. I denne sammenheng har vi identifisert noen aspekter og karakteristika ved selskaper og dets ledelse, som kan påvirke ES, og dermed være aktuell for videre forskning.

7.7.1 Utdannelse

Vi velger å anta at etikk og moral er noen man drar med seg fra så vel oppvekst og miljø, samt erfaring og utdanning. I denne sammenheng vil vi hevde i troen på mennesket, her lederen, av natur vil handle rett dersom leder har kunnskap og evne til å vurdere de riktige valgene. Da kan det være interessant å undersøke om utdanning bidrar til at de riktige valgene tas for god ES, ved at man er opplyst om konsekvensene ved dårlig ES. Eksempelvis kan man vurdere om ledere med bakgrunn fra Norges Handelshøyskole eller BI vil være mer fokusert i sine mål om å oppnå god ES. Eller for eksempel om antall år utdanning og bredde i utdannelsen har noe å si for leders evne til å bidra til bedre ES, gjennom blant annet i mindre grad forfølge egne mål og ekspropriere minoriteten. Utdanning kan også relater seg til utdanningsbakgrunn for styremedlemmer. Er det for eksempel slik at utdanningsbakgrunn er avgjørende for hvor god overvåking og beslutningseffektivitet et styret har? Det er uvisst om disse sammenhengene i særlig grad vil påvirke ES og dermed kanskje også lønnsomheten, men det kunne være interessant å gjøre nærmere undersøkelser.

7.7.2 Kontinuitet

Endringer i ledelsen og eierskap kan være eksempler på situasjoner hvor den interne oppfattelsen i selskapet om hva som er god ES og hva som er dårlig ES endres. I denne sammenheng kan det være interessant å undersøke om kontinuitet i ledelse og eierskap er faktorer som påvirker god ES, og dermed også lønnsomhet. For eksempel kan det også legges til at man kan undersøke om ledere rekruttert innen selskapet medfører bedre ES enn ledere som er rekruttert utenfra. Det skal nevnes at det kan være vanskelig å definere hva som er kontinuitet og samtidig gjøre gode målinger av denne.

7.7.3 Parallele styreverv

Når det kommer til styreverv og styrets rolle som det kontrollerende organ på vegne av aksjonærene, er det klart at kompetansen styremedlemmene innehar er avgjørende for god ES og dermed også god lønnsomhet. For eksempel er det klart at et styremedlem med god kompetanse er å foretrekke framfor et styremedlem med begrenset kompetanse. I denne sammenheng kan det være interessant å undersøke om styremedlemmer med styreverv i tilsvarende bransjer kan føre til bedre lønnsomhet for selskapet, enn om styrerepresentantene består utelukkende av styrerepresentanter med styreverv innen mange forskjellige bransjer.

7.7.4 Avlønning

Det er klart at avlønning som incentivmekanisme er benyttet i en rekke undersøkelser. Mye er allerede gjort innen den delen av forskningen som relaterer seg til avlønning av ledelsen. Det hadde derfor vært interessant å se på avlønning av styremedlemmer istedenfor ledelsen. Da med hovedvekt på Norge, slik at man kunne funnet eventuelle sammenhenger mellom styrehonorar og lønnsomhet. Styrehonorar kan dermed også være en faktor som kan være med å påvirke graden av god ES.

7.7.5 Etske styremedlemmer

Det har i nyere tid vært diskutert verdien av å ha såkalte etiske og verdifokuserte styremedlemmer. Etisk og verdifokuserte styremedlemmer er medlemmer som gjerne har et annet synspunkt enn bare bedriftsøkonomisk. Dette kan være for eksempel styremedlemmer som har miljø og samfunnsmessig, etisk og filosofisk bakgrunn. Disse styremedlemmene skal gi styrene en ny dimensjon gjennom å tilføre aspekter som gjerne ikke kommer inn under det man forbinder med det tradisjonelle styret. Det har vært hevdet at etiske styremedlemmene vil kunne bidra til verdiskapning ved at selskapet blir mer fokusert på sitt ansvar og sin plass i samfunnet, og dermed vil kunne benytte dette som et konkurransefortrinn. Dette har gjerne sammenheng med at ES vurderes fra en såkalt stakeholdermodell. Vi har ikke funnet forskning som undersøker slike etiske styremedlemmer og dets effekt på ES og bedret lønnsomhet.

7.7.6 Overbevisning og personlige preferanser

Turnbull [2000] kommenterer at det vil kunne være interessant å undersøke om kristne eller andre troende økonomer og ledere eksempelvis har større tro på hierarki enn allianser og nettverk. Dette kan også gjøre seg gjeldene for eksempel ved å undersøke om innsidereiers overbevisning har noe å si på graden av ekspropriering av minoritetens ressurser. Vil det for eksempel være slik at ledere med en spesiell overbevisning vil være å foretrekke framfor andre? Dette vil kunne være et veldig ømfintlig tema som kan skape kontrovers. Likevel er det ikke til å komme utenom at eksempelvis en leder med en overbevisning i en politisk sak kanskje vil ha et problem med at selskapet går mot hans overbevisning selv om dette er til aksjonærenes beste. Eksempelvis vil dette kunne være spørsmål som utbygging av gasskraftverk, vannkraft, legemiddelindustriens produkter for abort, osv. Da kan personlige preferanser for eksempel være avgjørende for om selskapet velger å ta del i anbud i et prosjekt som strider mot leders verdier og ideologi, selv om dette prosjektet vil maksimere aksjonærenes verdier.

7.7.7 Standardiserte regnskapsregler

Under dette punktet mener vi det ville vært interessant å se om eventuelle endringer i graden av spredt eierskap og utenlandsk eierskap i Norge kan relateres til bedret ES gjennom innføring av IFRS og IAS. Det vil selvfølgelig ta tid før man vil kunne se effekten av IFRS og IAS, men det vil være interessant å se om innføringen av standardiserte regnskapsregler er med på å forbedre ES, og tiltrekke ny kapital til markedet.

7.7.8 Kjønn

Ettersom debattene har gått i norske medier angående kvotering av kvinner inn i styrene, har dette fått økt interesse. Det er naturlig å gjøre undersøkelser når man har fått tilstrekkelig med kvinner i styrer og topplederstillinger over en lengre periode. I denne sammenheng mener vi det er lite hensiktsmessig å komme med antakelser om effekten av kvinner i styrer eller ledelse før man har et tilstrekkelig datagrunnlag å basere antakelsene på. Et godt datagrunnlag vil først opparbeides den dagen det er virkelig likestilling innarbeidet i selskapene. Da først vil det være naturlig å undersøke kjønn i sammenheng med ES og

lønnsomhet. Således kan man si at dagens argumentasjon rundt emne, er preget av synsing med lite støtte i empiri.

8. Oppsummering

Når man ser på strukturer innen eierstyring og selskapsledelse har man som regel fokus på den industrialiserte og vestlige verden. I denne sammenheng viser det seg at separasjon av eierskap og ledelse fører til at ledelsen får større makt. Det er dermed behov for kontrollerende og disiplinerende mekanismer. Vi har igjennom utredningen kommentert flere mekanismer som kan være disiplinerende på ledelsen. For å oppnå god eierstyring og selskapsledelse bør man således fokusere på helheten, ettersom fokusering på et fåtall av mekanismene ikke er tilstrekkelig.

Den regulerende myndigheten i landet hvor et selskap operer, er ofte avgjørende for hvordan eierne i selskapet sikrer seg for å få tilbake sin kapital. I så måte kan vi dele verden inn i to deler, den amerikanske og britiske representert ved "common law", og den kontinental europeiske representert ved "civil law". I denne sammenheng avhenger strukturene og sammensetningen av eierskapet av hvor god beskyttelse man som eier har igjennom lovverket. I kontinental - Europa finner vi at eierkonsentrasjonen er høy. Det vil si at eierne må beskytte seg ved å være store, og inneha relativ stor andel av de stemmeberettigede aksjer for å beholde kontroll. Dette virker å være regelen i det meste av verden, også i utviklingsland. I land med typiske tradisjoner for "common law" vil eierne typisk oppleve godt minoritetsvern. I slike omgivelser trenger man ikke en relativ stor eierandel for å beskytte sine eierinteresser. Spredt eierskap kan likevel være et problem knyttet til overvåking av ledelsen, og vi ser at selskaper i "common law" land er mer ledelseskontrollerte enn hva som er tilfellet for resten av verden. De empiriske funnene vedrørende eierkonsentrasjon indikerer at ved høyere eierkonsentrasjon vil man oppleve økt samsvarende interesser mellom stor og liten eier, men også økte muligheter for ekspropriering av selskapets ressurser på bekostning av minoritetseiere. Dette retter søkelyset mot majoritet-minoritet problematikken. Det ikke entydige resultater som indikerer at eierkonsentrasjon er positiv eller negativ, ettersom nettoeffekten kan være null. Likevel indikeres det at eierkonsentrasjon har betydning, men at betydningen er avhengig av situasjon.

Dersom man kunne skrevet kontrakter på alle framtidige forhold og disse ble opprettholdt uten høye kostnader ville vi ikke opplevd problemer knyttet til Principal – Agent relasjonen. Uten agentkostnader ville vi dermed hatt perfekt samsvar mellom agentenes og prinsipalenes

ønsker, noe som medfører at eierskap ikke har betydning. Verden er ikke slik. I sammenheng med eiertyper, viser det seg at enkelte foretrekker en eiertype framfor en annen. Dette relaterer seg gjerne til politiske avveininger. Det skal nevnes at disse avveiningene gjerne er foretatt med manglende empirisk grunnlag. Det virker på tross av dette klart at eiere som tar aktivt del i styringen, er bedre eiere enn dem som lar andre forvalte sine eierinteresser. Av eiertypene vi har identifisert og klassifisert vil personlige eiere, inkludert familieselskaper og private-equity fond, typisk være aktive overvåker som i teorien resulterer i sterk disiplinering av ledelsen. I diskusjonen rundt utenlandske investorer virker det ikke som ideen om relative konkurransefortrinn er gjeldende, men heller nasjonale interesser som arbeidsplasser og jobbsikkerhet. Tidligere kom dette fram i en diskriminerende lovgivning overfor internasjonale investorer. I dag er det mer en uskreven regel, hvor pressgrupper legger hindringer og føringer for eierskap av internasjonale investorer. Empirien tyder i alle fall på at det ikke er store forskjeller mellom eiertypene nasjonal og internasjonal. Når det gjelder offentlig eierskap, medfører 100 % eierandel større fleksibilitet til å drive politisk styring av selskaper. Empirien viser på tross av dette at heleide offentlige selskaper typisk er veldig ineffektive. Derfor har nasjoner over hele verden siden 80-tallet innledet en storstilt del-privatisering av offentlige eiendeler. Dette har ført til en forbedret effektivitet og dermed lønnsomhet. Da er viktig at det offentlige klarer å opptre som en likeverdig partner. I Norge fører det offentlige stort sett en "hands off" politikk som gjør dem til en troverdig og likeverdig samarbeidspartner. I enkelte tilfeller hvor man opplever markedssvik eller hvor viktige fordelingshensyn må taes, har det offentlige likevel foretatt innegrep. Det offentlige har i denne sammenheng foretatt enkelte handlinger, som har fått stor mediedekning. For stort fokus på særinteresser og pressgrupper kan medføre at det offentlige mister troverdighet. Da kan også selskaper som er del-privatisert, gjerne også presterer dårligere enn om selskapet hadde vært fullt og helt eiet av det offentlige. I situasjoner hvor nasjonale eiere fører en "hands off" politikk, tyder resultatene på at det ikke er store forskjeller i lønnsomhet sammenlignet med private eiere.

Sammensetningen av styret er den formelle kontrollmekanismen som eierne har, og en relativ stor eierandel kvalifiserer som oftest til en eller flere styreplasser. Styret skal stå for viktige strategiske beslutninger og passe på at ledelsen oppfyller kravene som er satt til dem. Dermed vil effektiviteten og beslutningskvaliteten til styret være særdeles viktig. For at dette skal oppnåes bør styremedlemmene gies incentiver til å handle slik som eierne ønsker. Et styremedlem har et selvstendig ansvar og skal representere alle eierne, men incentiver i form

av eierskap i selskapet vil ifølge empiri gjøre styremedlemmene mer motiverte og bevisste til å overvåke og ta gode beslutninger. En god del internasjonal forskning har fokusert på at styremedlemmene skal være uavhengig. Det vil si at det ikke skal ligge et avhengighetsforhold til daglig ledelse. Empiri på dette punktet er sprikende, og det kan tyde på at en miks av avhengige og uavhengige styremedlemmer vil være å foretrekke. Også det informasjonsnettverket som styremedlemmene og lederne innehar viser seg å være viktig. Beslutningssituasjonen er også viktig for styrets effektivitet. Styrets størrelse, alder, kjønn, ansattes rett til representanter i styret er undersøkte variabler her. Noen endelig konklusjon er vanskelig å komme med, men det virker som om beslutningene er mer effektive når styrets størrelse er liten og ansatte holdes utenfor styrene.

Innsideeierskap skal ifølge teorien gjøre styremedlemmer og ledere mer aktive og selskapene forhåpentligvis mer lønnsom. Ved at innsiderne også blir økonomisk avhengig av sine handlinger, vil man minke agent – prinsipal problemet. Jo flere som aktivt tar del i overvåkning og drift av selskapet, jo færre har anledning til å være gratispassasjer. Empiri på området støtter seg vanligvis til 5 forskjellige hypoteser om innsideeierskap. Disse omhandler blant annet at innsideeierskap påvirker lønnsomhet, at innsideeierskap ikke påvirker lønnsomhet og at det er endogene sammenhenger mellom innsideeierskap og lønnsomhet. Forskningen er ikke samstemt i sine konklusjoner, men det tyder på at tidlig forskning gjerne er noe utilstrekkelig ettersom man tidligere ikke kontrollerte for endogenitet. Nyere forskning ser også ut til å helle mer mot at det er ingen sammenheng mellom innsideeierskap og lønnsomhet, eller at sammenhengen er et resultat av endogenitet. I denne sammenheng tyder resultatene også på at det gjerne er andre variabler enn innsideeierskap, som er mer avgjørende for selskapers lønnsomhet. Dette bringer oss inn på kritikk av empirien. Forskning frem til i dag er preget av en rekke kritiske momenter. Det er ofte støy i måletallene, definisjonene av variablene kan variere, nasjonale sammenhenger er ofte avgjørende, datasettet er utilstrekkelig, problemer med endogenitet må kontrolleres for, resultatene avhenger gjerne av hvilke måletall som er benyttet og det kan være vanskelig å finne årsaks-virkning sammenhenger ettersom man mangler teoretisk modell innen emnet. Det viser seg også at andre variabler enn de som er relatert til ES, påvirker lønnsomheten mer. Dermed må man ved gjennomgang av tidligere forskning være kritisk til de resultatene konklusjonene bygger på, ettersom disse gjerne er et resultat av spuriøse og tvilsomme sammenhenger.

En ting er likevel sikkert, og det er at fagfeltet ikke er ferdig utforsket. Det kommer trolig til fortsatt å prege forskningen i årene som kommer. Er det nemlig noe man kan forvente er det vel nettopp at aksjonærvern og ES kommer mer på dagsorden og vil prege lærebøker, forskning og media også i framtiden. Det er også trolig at det vil skje en utvikling på tvers av landegrenser og kontinenter, ettersom flere selskaper opererer i et globalt marked. I denne sammenheng er det arbeidet OECD legger ned for å komme fram til et anerkjent rammeverk for god ES en viktig bidragsyter. Det blir spennende å følge forskningen og utviklingen innen ES i årene som kommer.

Litteraturliste

Adams, B. R. og A. J. Santos (2004): "Identifying the effect of Managerial Control on Firm Performance", *ECGI - Finance Working Paper No. 101/2005*, forthcoming in *Journal of Accounting & Economics*

Adler, R. D. (2001): "Women in the Executive Suite Correlate to High Profits". Pepperdine University. European Project on Equal Pay. http://www.equalpay.nu/docs/en/adler_web.pdf

Agrawal, A. og G. N. Mandelker (1990): "Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No.2. (Jun., 1990), side 143-161.

Agrawal, A. og C. R. Knoeber (1996): "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3), side 377-397.

Alchian, A. A. (1950): "Uncertainty, Evolution, and Economic Theory", *The Journal of Political Economy*, Vol. 58, No. 3. (Jun., 1950), side 211-221.

Alchian, A. A. og H. Demsetz (1972): "Production, Information Costs, and Economic Organization", *The American Economic Review*, Vol. 62, No. 5. (Dec., 1972), side 777-795.

Backx, M., M. Carney og E. Gedajlovic (2002): "Public, private and mixed ownership modes and the performance of international airlines", *Journal of Air Transport Management* 2002

Baek, J-S., Kang, J-K. og Park, K. S. (2004): "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis", <http://globaledge.msu.edu/KnowledgeRoom/FeaturedInsights/0031.pdf>

Baron, D. P. (1983): "Tender Offers and Management Resistance", *The Journal of Finance*, Vol. 38, No. 2. (May, 1983), side 331-343.

Beard, C. G. og R. W. Sias (1997): "Is there a neglected firm effect?", *Financial Analysts Journal*, Sept/Oct: side 19-23.

Becht M., P. Bolton og A. Röell (2003): "Corporate governance and control". Finance Working Paper, *European Corporate Governance Institute*
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461

Berle, A. A. og G. Means (1932): "The Modern Corporation and Private Property", *The Macmillian Company*, New York.

Bhagat, S og B. Black (1999): "The uncertain relationship between board composition and firm performance", *The Business Lawyer* 54, side 921-963.

Bhagat, S. og B. Black (2002): "The non-correlation between board independence and long term firm performance", *Journal of Corporation Law* 27 (2), side 231-274.

Bilimoria, D. og S. K. Piderit (1994): "Board Committee Membership: Effects of Sex-Based Bias", *The Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 6. (Dec., 1994), side 1453-1477.

Black, B., (1990): "Shareholder passivity reexamined", *Michigan Law Review* 89, side 520-591.

Black, B. (1997): "Shareholder activism and Corporate Governance in the United states", forthcoming in Peter Newman, ed., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (1998).

Black, B., R. Kraakman og A. Tarassova (2000): "Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?", *Standford Law Review* 52, side 1731-1808.

Boardman, A. E. og A. R. Vining (1989): "Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises", *Journal of Law and Economics*, Vol. 32, No 1 (Apr., 1989), side 1-33.

Boehmer, E. (1999): "Corporate Governance in Germany: Institutional background and empirical results", Working Paper No. 78. <http://www.wiwi.hu-berlin.de/~boehmer>.

Bohinc, R. (2000): "Choosing between the US Single Board or the European Two-Tier Board: A Brief Comparative Corporate Governance Analysis". *Social Science Research Network*

Bothwell, J. L. (1980): "Profitability, Risk, and the Separation of Ownership from Control", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 28, No. 3. (Mar., 1980), side 303-311.

Boycko, M., A. Shleifer og R. W. Vishny (1996): "A theory of privatisation", *The Economic Journal*, Vol. 106, No. 435. (Mar., 1996), side 309-319.

Boyle, G. W., R. B. Carter og R. D. Stover (1998): "Extraordinary Antitakeover Provisions and Insider Ownership Structure: The Case of Converting Savings and Loans", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33, No. 2. (Jun., 1998), side 291-304.

Brennan, M. J. og H. H. Cao (1997): "International portfolio investment flows", *Journal of Finance*, 52:5, side 1851-1880.

Burkart, M., D. Gromb og F. Panunzi (2000): "Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control", *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2. (Apr., 2000), side 647-677.

Bøhren, Ø. (2005): "Eierskap og lønnsomhet": *Økonomisk forum* nr. 5 2005

<http://finance.bi.no/~finance/>

Bøhren, Ø., Ø. R. Strøm (2005): "Aligned, informed and decisive: Characteristics of value creating boards", Norwegian School of Management BI, September 2005

<http://finance.bi.no/~finance/>

Bøhren, Ø. og B. A. Ødegaard (2005): "Governance and performance revisited", Norwegian School of Management BI. Juli 2005 <http://finance.bi.no/~finance/>

Bøhren, Ø. og B. A. Ødegaard (2002): "Norsk eierskap: Særtrekk og sære trekk", Norwegian School of Management BI, April 2002 <http://finance.bi.no/~finance/>

Bøhren, Ø., B.A. Ødegaard (2001a): "Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms", Norwegian School of Management BI, November 2001

<http://finance.bi.no/~finance/>

Bøhren, Ø., B.A. Ødegaard (2001b): "Patterns of Corporate Ownership: Insights from a unique data set", Norwegian School of Management BI <http://finance.bi.no/~finance/>

- Bøhren, Ø. og B. A. Ødegaard (2000): "The ownership structure of Norwegian firms: Characteristics of an outlier", Research report no. 13, 2000, Norwegian School of Management BI, May 2000. <http://finance.bi.no/~finance/>
- Cadbury, A. (2002): "Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View", *Oxford University Press Inc.*, New York, 2002
- Carter, D. A., B. J. Simkins og W. G. Simpson (2003): "Corporate governance, board diversity and firm value", *Financial Review* 38, side 33-53.
- Carvel, S. A. og P. J. Strebel (1987): "Is there a neglected firm effect?", *Journal of Business Finance and Accounting*, 14 : side 279-290.
- Catalyst (2004): "The Bottom Line: Connecting corporate performance and gender diversity". <http://www.catalystwomen.org/files/full/financialperformancereport.pdf>
- Chang, S. J. (2002): "Ownership structure, expropriation, and performance of group-affiliated companies in Korea", http://biz.korea.ac.kr/~aicg/kor/paper_2nd/ownership_structure_exploration_and.pdf
- Che Y-K., S-W. Yoo (2001): "Optimal Incentives for teams", *American Economic Review* 91, side 525-541.
- Cho, M-H. (1998): "Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 47 (1998) side 103-121.
- Christensen, T. og P. Lægriid (2002): "Politisk styring og privatisering: holdninger i elitene og befolkningen", Stein Rokkan senter for flerfaglige samfunnsstudier, *Universitetsforskning i Bergen*, Mars 2003
- Claessens, S., S. Djankov og G. Pohl (1996): "Ownership and Corporate Governance: evidence from the Czech Republic" This paper was presented at the International Symposium on Capital Markets and Enterprise Reform in Beijing, November 8-9, 1996.
- Coase, R. H. (1937): "The Nature of The Firm", *Economica*, 1937, The London School of Economics and Political Science.

Comment, R. og W. G. Schwert (1995): "Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of moderen antotakeover measures", *Journal of Financial Economics* 39 (1995) side 3-43.

Corsetti, G., P. Pesenti og N. Roubini (1999): "What caused the Asian currency and financial crisis", *Japan and the World Economy* 11 (1999) side 305 – 373.

Cotter, J. F. og M. Zenner (1994): "How managerial wealth affects the tender offer process", *Journal of Financial Economics* 35 (1994) side 63-97. North-Holland

Dalton D. R, C. M. Daily, A. E. Ellstrand og J. L. Johnson (1998): "Meataanalytic reviews of boards composition, Leadership Structure and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, No. 3. (Mar., 1998), side 269-290.

DeAngelo, H. og E. Rise (1983): "Antitakeover Amendments and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, side 329-360.

Demsetz, H. og K. Lehn (1985): "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *The Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6. (Dec., 1985), side 1155-1177.

Demsetz, H. og B. Villalonga (2001): "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance* 7 (2001) side 209-233.

Denis, D. J. og D. K. Denis: (1994) "Majority owner-managers and organizational efficiency", *Journal of Corporate Finance* 1 (1994) side 91–118.

Dewatripont, M. (1993): "The leading shareholder strategy, takeover contests and the stock price dynamics", *European Economic Review* 37 (1993) side 983-1004. North Holland.

Donaldson L. og J. H. Davis (1991): "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 16, No. 1, side 50-65.

Douma, S., R. George og R. Kabir (2003): "Foreign and Domestic Ownership, Business Groups and firm Performance: Evidence from a large Emerging Market",
<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=4403>

Du Rietz, A. og M. Henrekson (2000): "Testing the female underperformance hypothesis", *Small Business Economics* 14 side 1-10.

Eagly, A. H og B. T. Johnson (1990): "Gender and Leadership Style: A Meta-Analysis", *Psychological Bulletin* Vol. 108, No. 2., side 233-256.

Easterbrook, F. H. (1984): "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4. (Sep., 1984), side 650-659.

Easterbrook, F. H. og D. R. Fischer (1981): "The proper role of a target's management in responding to a tender offer", *Harvard Law Review*, Vol. 94, No. 6 (Apr., 1981), side 1061-1204.

Edelman, R. B. og H. K. Baker (1987): "The dynamics of neglect and return", *Journal of Portfolio Management*, 14, side 52-55.

Ehrlich, I., G. Gallais-Hasmonno, Z. Liu og R. Lutter: (1994): "Productivity growth and firm ownership: an analytical and empirical investigation", *Journal of Political Economy* 102, side 1006-1038.

Eisenberg, T., S. Sundgren og M. T. Wells (1998): "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics* 48, side 35-54.

Elliot, J. W. (1972): "Control, Size, Growth, and Financial Performance in the Firm", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.7, No. 1. (Jan., 1972), side 1309-1320.

Falaye, O., V. Mehrotra, og R. Morck (2004): "When labor has a voice in corporate governance". <http://papers.ssrn.com=498962>.

Fama, E. F. (1980): "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy* 88 (2), side 288-307.

Fama, E. F. og M. C. Jensen (1983): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics* 26, side 301-325.

Fama, E. F. og M. C. Jensen (1985): "Organizational Forms and Investment Decisions", *Journal of Financial Economics* 14 (1985) side 101-119. North-Holland

Ferris, S. P., M. Jagannathan og A. Pritchard (2003): "Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments", *Journal of Finance* 58 (3), side 1087-1111.

FitzRoy, F. R. og K. Kraft (1993): "Economic effects of codetermination", *Scandinavian Journal of Economics* 95 (3), side 365-375.

Finnerty, J. E. (1976): "Insiders and Market Efficiency", *The Journal of Finance*, Vol. 31, No. 4. (Sep., 1976), side 1141-1148.

Friend, I. og L. H. P. Lang (1988): "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2. (Jun., 1988), side 271-281.

Gedajlovic, E. og D. M. Shapiro (2002): "Ownership structure and firm profitability in Japan", *Academy of Management Journal*, in press.

Gjølberg, O. og O. Nordhaug (1996): "Optimal investment committee size", *Journal of Portfolio Management* 22 (2), side 87-94.

Glassmann, A. C. og A. S. Rhoades (1980): "Owner vs. Manager Control effects on Bank performance", *The Review of Economics and Statistics*, Vol 62, No.2., side 263-270.

Gordon, A. L. og J. Pound (1993): "Information, Ownership Structure and Shareholders Voting: Evidence from Shareholder-Sponsored Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. XLVIII, No 2., side 697-718.

Graham, J. R., C. R. Harvey og S. Rajgopal (2004): "The Economic Implications of Corporate Financing Reporting", NBER Working Paper 10550.

Granovetter, M. S. (1973): "The Strength in Weak Ties", *American Journal of Sociology*, 1973.

Greve, H. R. (1995): "Hvem styrer styret? Styrets rolle i offentlig eid forretningsvirksomhet", *SNF-Rapport nr. 56/95*, SNF, Bergen.

Grossman, S. J. og O. D. Hart (1986): "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Intergration", *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, No.4. (Aug., 1986), side 691-719.

Grossman, S. J. og O. D. Hart (1983): "An Analysis of the Principal-Agent Problem", *Econometrica*, Vol. 51, No. 1 (Jan., 1983), side 7-46.

Grossman, S. J. og O. D. Hart (1980): "Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No.1. (Spring, 1980), side 42-64.

Grønlie, T. (1993): "Styroller i statsaksjeselskapene". Publisert i T. Reve og T. Grønlie (red.), *Styrets Rolle*: 121 – 142. Bergen TANO

Gugler, K. (2001): "Corporate Governance and Economic Performance", *Oxford University Press Inc.* 2001

Gugler, K. og B. B. Yurtoglu (2003): "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany", *European Economic Review* 47 (2003) side 731 – 758.

Gugler, K. og J. Weigand (2003): "Is Ownership Really Endogenous?", *Applied Economics Letters*, 10, side 483-486.

Gugler, K., D. C. Mueller og B. B. Yurtoglu (2003): "Corporate Governance and the Returns on Investment", Finance Working Paper, No. 06/2003, *European Corporate Governance Institute*.

Hall, B. J. og J. B. Liebman (1998): "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No. 3. (Aug., 1998), side 653-691.

Hanazaki, M og A. Horiuchi (2003): "A review of Japan`s bank crisis from the governance perspective", *Pacific-Basin Finance Journal* 11 (2003) side 305 – 325.

Hart, O. og J. Moore (1990): "Property Rights and the Nature of the Firm", *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 6. (Dec., 1990), side 1119-1158.

Hermalin, B. E. og M. S. Weisbach (1991): "The effect of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management* 21 (4), side 101-112.

Hermalin, B. E. og M. S. Weisbach (1998). "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO", *American Economic Review* 88 (1), side 96-118.

Himmelberg, C. P., G. R. Hubbard og D. Palia (1999): "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics* 53 (1999) side 353-384.

Hill, C.W. (2003): "International Business – Competing in the Global Marketplace", *McGraw Hill*. Kapittel 7 – Foreign Direct Investments; the effects

Holderness, C. G. (2003): "A Survey of Blockholders and Corporate Control", *FRBNY Economic Policy Review*, April 2002, side 51-64.

Holderness, C. G., R. S. Kroszner og D. P. Sheehan (1999): "Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression." *Journal of Finance* 54: side 435-469.

Holderness, C. G. og D. P. Sheehan (1988): "The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations", *Journal of Financial Economics* 20: side 317-346.

Holmstrom, B. og N. S. Kaplan (2003): "The State of U.S. Corporate Governance: What's right and what's wrong?" *National Bureau of Economic Research*, Working paper No. 9613

Hope, O-K., J. Jin og T. Kang (2006): "Empirical Evidence on Jurisdictions that Adopt IFRS", April 10, 2006. Forthcoming in *Journal of International Accounting Research*.

Hopt, K. J. (2002): "Modern Company and Capital Market Problems Improving: Improving European Corporate Governance after Enron", Law Working Paper 05/2000 *European Corporate Governance Institute*

Jarrell, G. A., J. A. Brickley og J. M. Netter (1988): "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1. (Winter, 1988), side 49-68.

Jaskiewicz, P. og S. B. Klein (2005): "Family Influence and Performance: Theoretical Concepts and Empirical Results", FERC, Oregon 2005 Proposal Cover Sheet.

- Jensen, M. C. (2005): "Agency Costs of Overvalued Equity", *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper No. 39/2004
- Jensen, M. C. (1993): "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3 side 831-880.
- Jensen, M. C. (1986): "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76: side 323-329.
- Jensen, M. C. og W. Meckling (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, side 305-360.
- Jensen C. M, og R. S. Ruback (1983): "The market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, side 5-55.
- Kamerschen, D. R. (1968): "The Influence of Ownership and Control on Profit Rates", *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 3. (Jun., 1968), side 432-447.
- Kang, J-K. og R. M. Stulz (1994): "Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan", *Journal of Financial Economics*, 46, side 3-28.
- Kaplan, R. S. og A. Atkinson (1998): "Advanced Management Accounting", Sadle River, *Prentice Hall*, third edition 1998.
- Kim, O. og Y. Suh (1993): "Incentive efficiency of compensation base on accounting and market performance", *Journal of Accounting and Economics* 16 (1993) side 25-53. North-Holland.
- Klapper, L. F. og I. Love (2002): "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", *World Bank* 2002.
- Klein, A. (1998): "Firm performance and board committee structure", *Journal of Law and Economics* 46, side 275-303.
- Kochan et al. (2003): "The Effects of Diversity on business performance: report of the diversity research network", *Human Resource Management*, Spring 2003, Vol. 42, No. 1, side 3-21.

Kole, S. og K. Lehn (1997): "Deregulation, the Evolution of Corporate Governance Structure, and Survival", *The American Economic Review*, Vol. 87, No. 2, (May, 1997), side 421-425.

Kole, S. R. og J. H. Mulherin (1997): "The government as a Shareholder: A Case From the U.S.", *Journal of Law and Economics*, Vol. 30, No. 1. (Apr., 1997), side 1-22.

Kornai, J., E. Maskin og G. Roland, (2003): "Understanding the Soft Budget Constraint". *Journal of Economic Literature*, Vol. XLI (December 2003) side 1095-1136.

Kumar, J. (2004): "Does Ownership Structure Influence Firm Value? Evidence from India". <http://ssrn.com/abstract=464521>

Laffont, J. J. og J. Tirole, (1993): "A Theory of Incentives in Procurement and Regulation", *MIT Press Cambridge*, third printing 1998, Chapter 17 – Privatization and incentives

Lambert, R. A. og D. F. Larcker (1987): "An Analysis of the use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts", *Journal of Accounting Research*, Vol. 25, side 85-125.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer og R. Vishny (2000): "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics* 58 (2000) side 3-27.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes og A. Shleifer (1999): "Corporate Ownership Around the World", *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 2. April 1999 side 471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer og R. Vishny (1997): "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52, side 1131-1150.

Leech, D. og J. Leahy (1991): "Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies", *The Economic Journal*, Vol. 101, No. 409. (Nov., 1991), side 1418-1437.

Lehmann, E. og J. Weigand (2000): "Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany", *European Finance Review* 4, 2000, side 157-195.

Lemmon, M. og K. Lins (2003): "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis" *The Journal of Finance*, Vol LVIII, No. 4. August 2003 side 1445-1468.

Linn, S. C. og J. J. McConnell (1993): "An Empirical Investigation of the Impact of 'Antitakeover' Amendments on Common Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, 11, April, side 361-399.

Lintner, John. (1965): "The valuation of risky assets and the selection of risky investments in the portfolios and capital budgets", *The Review of Economics and Statistics*, Vol 47, no. 1 (feb 1965) side 13 – 37

Loderer, C. og K. Martin (1997): "Executive stock ownership and performance: Tracking faint traces", *Journal of Financial Economics* 45 (1997) side 223-255.

Loderer, C. og D. P. Sheehan (1989): "Corporate Bankruptcy and Mangers' Self-Serving Behavior", *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 4. (Sep., 1989), side 1059-1075.

Madden, G. P. (1982): "The Separation of Ownership from Control and Investment Performance", *Journal of Economics and Business* 34 (1982) side 149-152.

Maher, M. og T. Andersson (2000): "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth". This paper is forthcoming in Renneboog, L., J. McCahery, P. Moerland and T. Raaijmakers (eds.), *Convergence and diversity of corporate governance regimes and capital markets*, *Oxford University Press*, 2000.

Manne, H. (1965): "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73, side 110-120.

Marris, R. (1964): "The economic Theory of "Managerial" Capitalism" London: *Macmillan*.

Mathiesen, H. (2002). "Managerial Ownership and Financial Performance". Ph.D. Thesis at Copenhagen Business School, Department of International Economics and Management.

Maug E. (1996): "Corporate control and the market for managerial labour: on the decision to go public", *European Economic Review* 40(3): side 1049–1057.

-
- McConnell, J. J. og H. Servaes (1995): "Equity ownership and the two faces of debt", *Journal of Financial Economics* 39 (1995) side 131-157.
- McConnell, J. J. og H. Servaes (1990): "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, 27: side 595-612.
- Mehran, H. (1995): "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics* 38 (1995) side 163-184.
- Meggison, W. L., R. C. Nash og M. Van Randenborgh (1994): "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 2. (Jun., 1994), side. 403-452.
- Mikkelson, W. H., M. M. Partch og K. Shah (1997): "Ownership and operating performance of companies that go public", *Financial Economics* 44 (1997) side 281-307.
- Mitton, T. (2000): "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian crisis". <http://jfe.rochester.edu/01147.pdf>
- Minguez-Vera, A. og J. F. Martin-Ugedo (2003): "Does ownership structure affect value? Evidence from the Spanish capital market", Working Paper.
- Monsen, R. J., J. S. Chiu og D. E. Cooley (1968): "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of Large Firm", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 82, No. 3. (Aug., 1968), side 435-451.
- Morck, R., A. Shleifer og R. Vishny (1988): "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20: side 293-316.
- Mudambi, R. og C. Nicosia (1998): "Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry", *Applied Financial Economics* 8 (1998) side 175-180.
- Murali, R. og J. B. Welsh (1989): "Agents, Owners, Control and Performance", *Journal of Business, Finance & Accounting* 16(3) Summer 1989, side 385-398.
- Murphy, K. (1985): "Corporate Performance and managerial remuneration", *Journal of Accounting and Economics* 7, side 11-42.

OECD, (2004): "The OECD Principles of Corporate Governance". Download directly from OECD's site.

Oswald, S. L. og J. S. Jahera, Jr. (1991): "The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 4. (May, 1991), side 321-326.

Pagano, M., O. Randl, A. A. Rôell og J. Zechner (2000): "What makes stock exchanges succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions" Working paper No. 50

Palmer, J. (1973): "The Profit-Performance Effects of the Separation of Ownership from Control in Large U.S. Industrial Corporations", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 4, No. 1. (Spring, 1973), side 293-303.

Pedersen, Ulf. (1995): "Staten som eier og regulator – Et samfunnsøkonomisk perspektiv." *SNF-rapport 33/95*. SNF Bergen.

Porter, M. E. (1992): "Capital Choices: Changing The Way America Invests in Industry", A Research Report Presented to The Council on Competitiveness and Co-sponsored by the Harvard Business School, Boston.

Pound, J. (1988): "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", *Journal of Financial Economics* 20 (1988) side 237 – 265. North Holland

Prowse, S. D. (1992): "The Structure of Corporate Ownership in Japan", *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 3. (Jul., 1992), side 1121-1140.

Radice, H. K. (1971): "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms: An Empirical Study", *The Economic Journal*, Vol. 81, No. 323. (Sep., 1971), side 547-562.

Raheja, C. G. (2005): "Determinants of board size and composition: A theory of corporate Boards", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (2), side 283-306.

Reve, T. (1996): "Kapital og Eierskap som konkurransefaktor", *SNF årbok*, 1996

Rosenstein, S. og J. G. Wyatt (1990): "Outside directors, board independence and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics* 26 (1990) side 176-191.

Rozeff, M. S. og M. A. Zaman (1998): "Overreaction and Insider Trading: Evidence from Growth and Value Portfolios", *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No.2. (Apr., 1998), side 701-716.

Rozeff, M. S. og M. A. Zaman (1988): "Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence", *The Journal of Business*, Vol. 61, No. 1. (Jan., 1988), side 25-44.

Rusten, G., T. Kvinge, og S.-E. Jakobsen (1999): "Internasjonalt eierskap i norsk næringsliv. Omfang og effekter nasjonalt og regionalt", *SNF-rapport nr 24/99*, SNF, Bergen

Sharfstein, D. (1988): "The Disciplinary Role of Takeovers", *The Review of Economic Studies*, Vol. 55, No. 2. (Apr., 1988), side 185-199.

Sharpe, W. F. (1964): "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, Vol.19, side 425-442.

Shirley, M. M. og P. Walsh. (2003): "Public versus Private Ownership: The Current State of the Debate" *The World Bank*

Shleifer, A. (1998): "State versus Private Ownership". *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12, No.12 (fall 1988), side 133–150.

Shleifer, A. og R. W. Vishny (1997): "A Survey of Corporate Governance". *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2. (Jun., 1997), side 737-783.

Shleifer, A. og R. W. Vishny (1994): "Politicians and Firms", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 4 (Nov., 1994), side 995-1025.

Shleifer, A. og R. W. Vishny (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94 (3), side 461-486.

Short, H. og K. Keasey (1999): "Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance* 5 (1999) side 79-101.

Shrader, C. B., V. B. Blackburn og P. Iles (1997): "Women in management and firm financial performance: An exploratory study", *Journal of Managerial Issues* 9 (3), side 355-372.

Siegel, J. J. (2002): "Stocks for the Long Run", third edition, *Mc-Graw-Hill* 2002

Smith, A. (1776): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, *Cannan Edition, Modern Library* New York, 1937

Smith, M. P. (1997): "Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS", *The Journal of Finance*, Vol. LI, No. 1. (Mar., 1996), side 227 – 252.

Smith, N., V. Smith og M. Verner (2005): "Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2500 Danish firms." Technical Report 1708, Institute for the Study of Labor (IZA).

Song, M. H. og R. A. Walkling (1993): "The Impact of Managerial Ownership on Acquisition Attempts and Target Shareholder Wealth", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28, No. 4. (Dec., 1993), side 439-457.

Stano, M. (1976): "Monopoly Power, Ownership Control, and Corporate Performance", *The Bell Journal of Economics*, Vol.7, No. 2. (Autumn, 1976), side 672-679.

Steer, P. og J. Cable (1978): "Internal Organization and Profit: An Empirical Analysis of Large U.K. Companies", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 27, No. 1. (Sep., 1978), side 13-30.

Stigler, G. J. (1958): "The Economics of Scale," *Journal of Law and Economics*, 1, side 54-71.

Stultz, R. M. (1988): "Managerial Control of Voting Rights", *Journal of Financial Economics* 20 (1988) side 25-54. North-Holland.

Sørgard, L. (2001): "Fusjoner og oppkjøp i en åpen økonomi". Publisert i: B. S. Tranøy og Q. Østerud (red.): *Mot et globalisert Norge? Rettslige bindinger, økonomiske føringer og politisk handlingsrom*, Gyldendahl Akademiske, 2001

Tirole, J. (2001): "Corporate Governance", *Econometrica*, Vol. 69, No. 1. (Jan., 2001), side 1–35.

Thompsen, K. (2001): "Eiere som styrer gir størst lønnsomhet".

<http://finance.bi.no/~finance/>

Thomsen, S. og T. Pedersen (2000): "Ownership structure and economic performance in the largest European companies", *Strategic Management Journal* 21; side 689 – 705.

Thonet, P. J. og O. H. Poensgen (1979): "Managerial Control and Economic Performance in Western Germany", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 28, No. 1. (Sep., 1979), side 23-37.

Turnball, S. (2000): "Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms", *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*:
http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=220954

Yammeesri, J, og C. L. Sudhir (2003): "The Effects of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence from Thailand". Paper for inclusion in the Hawaii International Conference on Business 2003.

Yermack, D. (1997): "Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements", *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2. (Jun., 1997), side. 499-476.

Yermack, D. (1996). "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics* 40, 185-212.

Ware, R. F. (1975): "Performance of Manager-versus Owner-Controlled Firms in the Food and the Beverage Industry," *Quarterly Review of Economics and Business*, Summer 1975, side 81-92.

Wasserman, S. og K. Faust (1994): "Social Network Analysis: Methods and Applications", Cambridge, UK: *Cambridge University Press*.

Woolridge, J. M. (2003): "Introductory Econometrics; A modern approach", *Thomson south-western*.